



УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ - ШТИП

МБА Менаџмент

Билјана Димовска

**КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НА ФОНДОВИТЕ ЗА РИЗИЧЕН
КАПИТАЛ И ХЕЏ ФОНДОВИТЕ**

-МАГИСТЕРСКИ ТРУД-

**Ментор:
Проф. д-р Ристо Фотов**

Штип, август 2015



UNIVERSITY "GOCE DELCEV" - STIP

FACULTY OF ECONOMICS

MBA - Management

Biljana Dimovska

**COMPARATIVE ANALYSIS OF VENTURE CAPITAL FUNDS AND
HEDGE FUNDS**

-MASTER THESIS-

**Mentor:
PhD. Risto Fotov**

Shtip, August 2015

Комисија за оценка и одбрана:

Ментор: Ристо Фотов
Проф. д-р, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип

Член:
Проф. д-р, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип

Член:
Проф. д-р, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип

***Овој магистерски труд,
го посветувам на моето семејство
кое ми ја даде неопходната поддршка...!***

***Дел од тоа да се биде победник е
знаењето кога доста е навистина доста.
Понекогаш треба да се откажете од битката,
да си заминете и да продолжите на
нешто што е попродуктивно.“***

- Доналд Трамп

Содржина:

Апстракт	9
Вовед	11
<u>Глава I. Методологија на истражувањето</u>	<u>11</u>
1.1. Предмет на истражување	11
1.2. Значење и актуелност на истражувањето	12
1.3. Цели на истражувањето	13
1.4. Хипотези на истражувањето	13
1.5. Методи на истражување	14
1.6. Структура на истражувањето	17
<u>Глава II. Дефинирање на основните поими</u>	<u>19</u>
2.1. Дефинирање на фондовите на ризичен капитал	19
2.1.1. Поим за фондовите за ризичен капитал	19
2.1.2. Карактеристики на фондовите за ризичен капитал и подрачја на вложувања	23
2.2. Дефинирање на хеџ фондовите	27
2.2.1. Поим и проблеми при дефинирањето на хеџ фондовите	27
2.2.2. Карактеристики на хеџ фондовите и систем на надоместок	29
<u>Глава III. Фази на еволутивниот развој на фондовите</u>	<u>33</u>
3.1. Еволуција на фондовите за ризичен капитал	33
3.1.1. Почетоци на развојот (1920 – 1930)	33
3.1.2. Прв фонд за ризичен капитал (1946)	34
3.1.3. Нови правила за инвестирање (1958)	34
3.1.4. Фаза на експанзија (1970 – 1980)	35
3.1.5. Фондови за ризичен капитал денес	36
3.1.6. Иднината на фондовите за ризичен капитал	37
3.2. Еволуција на хеџ фондовите	39
3.2.1. Почетоци на развојот (1931 – 1968)	39
3.2.2. Период на лошо деловно работење (1969 – 1974)	41
3.2.3. Период на обнова (1975 – 1997)	41

3.2.4. Кризен период (1997 – 2009)	42
3.2.5. Хеџ фондовите денес	45
3.2.6. Иднината на хеџ фондовите	46
Глава IV. Класификација	48
4.1. Видови на ризичен капитал	48
4.1.1. Корпоративен ризичен капитал	49
4.1.2. Деловни анѓели	50
4.1.3. Регионален ризичен капитал	52
4.2. Видови на хеџ фондови	53
4.2.1. Фондови во САД (onshore)	54
4.2.2. Фондови надвор од САД (offshore)	55
Глава V. Регулативниот аспект на фондовите	56
5.1. Регулативниот аспект на фондовите за ризичен капитал	56
5.1.1. Опис на трансакциите и потребни документи	57
5.1.2. Прелиминарни договори	58
5.1.3. Главни договори	59
5.2. Регулативниот аспект на хеџ фондовите	59
5.2.1. Проблеми со хеџ фондовите и потребата од регулатива	60
5.2.2. Регулатива во САД и правни акти на SEC	61
5.2.3. Регулатива во Европа – UCITS directive	64
Глава VI. Видови на инвеститори	66
6.1. Видови на инвеститори во фондовите за ризичен капитал	66
6.1.1. Партнери со ограничена одговорност и главни партнери	67
6.2. Видови на инвеститори во хеџ фондовите	68
6.2.1. Индивидуални инвеститори	68
6.2.2. Семејни фондови	69
6.2.3. Фондации	70
6.2.4. Корпорации	70
6.2.5. Пензиски фондови	71
6.2.6. Осигурителни компании	72

Глава VII. Стратегии за инвестирање	73
7.1. Политика на вложување во фондовите на ризичен капитал	74
7.1.1. Политика на инвестирање во фондовите на ризичен капитал	75
7.1.2. Фази на инвестирањето на ризичен капитал	76
7.1.3. Стратегии за инвестирање во фондовите на ризичен капитал	77
7.1.4. Излени стратегии на фондовите за ризичен капитал	78
7.2. Стратегии за инвестирање во хеџ фондовите	79
7.2.1. Комбинирање на долги и кратки позиции во акциите (long/short equity)	79
7.2.2. Постојано непокриено тргување (dedicated short)	81
7.2.3. Операции со хартиите кои се изложени на пореметувања (distressed securities)	83
7.2.4. Арбитража (arbitrage)	84
7.2.5. Левериџ (leverage)	85
7.2.6. Стратегии на брзорастечките пазари (emerging markets strategies)	86
7.2.7. Глобални макро стратегии (global macro strategies)	88
Глава VIII. Влијанието на фондовите врз економијата	90
8.1. Влијанието на фондовите на ризичен капитал	90
8.1.1. Проблеми на делувањето на ризичниот капитал	91
8.1.2. Приступност на ризичен капитал	93
8.1.3. Предности и недостатоци од партнерства со фондовите на ризичен капитал	96
8.1.4. Резултати од вложувањата во фондовите на ризичен капитал	98
8.2. Влијанието на хеџ фондовите	101
8.2.1. Ризикот и хеџ фондовите	102
8.2.2. Хеџ фондовите како генератори на ризикот на финансиските пазари	107
8.2.3. Резултати од вложувањето на хеџ фондовите	109
Заклучни согледувања	115
Користена литература	122

АПСТРАКТ

КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НА ФОНДОВИТЕ ЗА РИЗИЧЕН КАПИТАЛ И ХЕЏ ФОНДОВИТЕ

Фокусот на овој труд е пред се актуелниот глобален проблем на компаниите за финасирање на сопствените бизниси и бизнис идеите. Преку компаративна анализа на двата алтернативни извори на финансирање на глобално ниво, е со цел да се појаснат предизвиците кои произлегуваат од можноста за финасирање на бизнисите со фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите. Овие две алтернативи се од особено големо значење во услови на скапи банкарски кредити или на отсуство на капиталот од берзата како извор на капитал за финансирање на компаниите, во делот на привлекувањето на вложувањата од фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите.

Развиениот финансиски систем овозможува многу повеќе можности за собирање на капиталот кој е неопходен за финансирање на компаниите. На нашите простори, често може да се слушне дека еден од најголемите проблеми претставува токму финансирањето на компаниите. Тоа е точно, особено ако се има во предвид дека не постојат во доволна мера таканаречени „алтернативни извори за финансирање“. Без развиена мрежа на овие извори на финансирање, на сопствениците на малите бизниси и претприемачите им е потребно многу време за да набават капитал и да го решат проблемот околу финансирањето на својот бизнис.

Клучни зборови: фондови, ризичен капитал, хеџ фонд, инвестиции, кредити, капитал, акции, берза, финансирање

ABSTRACT

Comparative analysis of venture capital funds and hedge funds

The focus of this paper is the primarily financing problem of the companies on global level for financing their businesses and business ideas. Through a comparative analysis of two alternative sources of funding globally, is to clarify the challenges arising from the possibility of financing businesses with venture capital funds and hedge funds. These two alternatives are of particular importance in terms of expensive bank loans or the absence of capital markets. As a source of capital to finance companies, in terms of attracting investment from venture funds and hedge funds capital.

Developed financial system allows for more opportunities to raise capital necessary to finance companies. In our surrounding we can often hear that one of the biggest problems is exactly financing of companies. This is true, especially considering that there are enough of so-called “alternative” sources of funding. Without a developed network of these funding sources, the owners of small businesses and entrepreneurs need time to acquire capital and solve the problem of the financing of its business.

Keywords: equity, venture capital, hedge fund, investment, loans, equity, shares, stock market, finance

Вовед

Глава I. Методологија на истражувањето

1.1. Предмет на истражување

Предмет на истражување во рамките на трудот е собирање и систематизирање на знаењето за фондовите со ризичан капитал и хеџ фондовите.

Мотивите кои доведоа до изборот на предметот на истражување се:

- ✓ Значењето кое фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите го имаат за светската економија, како и на влијанието на откритијата во многу научни области, преку финансирање на истражувањето и развојот;
- ✓ Отсуство на овие фондови на територијата на Република Македонија. Поради фактот дека Република Македонија сеуште претставува ризична дестинација за привлекување на нови видови финансирања, носителите на економската политика би требало посебно внимание да посветат на привлекување средства за овие фондови;
- ✓ Истражувачкиот труд, кој во смисла на проблематиката не е во доволна мера предмет на проучување на основните студии, со цел за проширување на знаењата за овие видови на фондови.

Трудот ќе се занимава со теоретска компаративна анализа на фондовите за ризичан капитал и хеџ фондовите, со цел да се направи обид да биде дадена што е можно попрецизна анализа на сличностите и разликите помеѓу овие фондови преку истакнување на проблемите кои се појавуваат при нивната компарација.

Посебно внимание ќе биде посветено на дефинирањето на поимите за фондовите на ризичан капитал и хеџ фондовите. Покрај тоа, ќе бидат

анализирани сите специфични карактеристики на овие фондови. Анализата ќе опфати компарација преку неколку клучни сегменти, како што се историјат на развојот, класификација, правен аспект, типови на инвеститори и стратегии за инвестирање. Во трудот ќе биде анализирано и влијанието кое фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите го имаат врз стабилноста на финансиските пазари и системи, со посебен осврт на последната финансиска криза.

1.2. Значење и актуелност на истражувањето

Значењето на истражувањето се состои во доближувањето на можностите кои ги овозможуваат фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите.

Имајќи ја предвид моменталната економска ситуација во светот, јасно е дека мора да се пронајдат „алтернативни“ извори за финансирање на економскиот раст, покрај веќе скапите (домашни) банкарски кредити. Во следниот период, на носителите на економската политика им се дава јасна задача, а тоа е привлекување на ризичниот капитал со цел за финансирање на претпријатијата. Имајќи предвид дека сеуште постојат земји кои како дестинација за капитал се означени како високо ризични, привлекувањето на ризичен капитал ќе биде прилично предизвикувачка задача. Исто така, за време на следните години се очекува пораст на приливот на капитал во хеџ фондовите, но и пораст на бројот на хеџ фондовите. Големiot капитал кој влегува во хеџ фондовите ги принудуваат менаџерите да се осврнат кон нови стратегии, од кои некои може да го зголемат притисокот на воспоставување на повисоко ниво на регулација. Актуелноста на истражувањето, со тоа, се става на значителна проверка.

“Да, би сакале да инвестираме”. Магичните зборови кои секој сопственик на старт-ап сака да ги слушне. Вашата идеја не е повеќе во зародиш некаде во вашата глава; таа наскоро ќе процвета во реалноста, како што вие отсекогаш знаевте дека ќе биде.

1.3. Цели на истражувањето

Целите на истражување во рамките на овој труд ќе бидат следните:

- ✓ Научна цел на истражувањето е научна дескрипција на сите или на скоро сите елементи на фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите со елементи на класификација.
- ✓ Општествената цел на истражувањето е резултатите од истражувањето да можат да помогнат како алтернативно решение во надминување на проблемите од компарацијата на фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите.
- ✓ Посебната цел на истражувањето се однесува на укажувањето на препреките за поттикнување и развој на фондовите, како и на активностите кои треба да се превземат со цел за привлекување на средства за овие фондови.

1.4. Хипотези на истражувањето

Хипотетичкиот дел на истражувањето ги содржи следните хипотези:

Генерална хипотеза:

Основната хипотеза на трудот е: компаративна анализа на фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите.

Посебни хипотези:

- ✓ ризичниот капитал претставуваат средства кои ги вложуваат поединци или институции во мали или во новоформирани претпријатија со потенцијал за раст и развој, и како таков е многу посакуван извор на финансирање, посебно во земјите во развој;

- ✓ хеџ фондовите претставуваат „алтернативна“ инвестиција“ која е креирана за да го заштити инвестициското портфолио од пазарната неизвесност, при што креира позитивни приноси на пазарот. Овие фондови настојуваат да ги намалат ефектите од широките флукуации на пазарот, односно да создадат полна корист од поволните профитабилни инвестициони можности .
- ✓ основната цел на ризичниот капитал е максимизирање на финансискиот принос. За да се оствари таа врвна цел се дефинираат сет од стратегиски и оперативни цели кои треба да се реализираат во дадени рокови;
- ✓ целта на хеџ фондовите е постигнување на стабилни апсолутни приноси со понизок ризик;
- ✓ ризичниот капитал инвестира средства само во приватните претпријатија, и не влегува во аранжманите кај другите форми на сопственост (како на пример државна);
- ✓ индустријата на хеџ фондовите е составена од хетерогени групи на обединети инвестициони посредници. Не постои „типичен“ хеџ фонд.
- ✓ Ризичниот капитал претставува во основа посредување, што значи дека капиталот се собира од поединечни инвеститори, и истиот се инвестира во едно или во повеќе мали или средни претпријатија.
- ✓ хеџ фондовите вклучуваат голем број на финансиски инструменти и инвестициони стратегии. Она што ги одвојува хеџ фондовите од традиционалните инвестициони фондови е шпекулативната природа.

1.5. Методи на истражување

Истражувачкиот практичен труд ќе биде успешно реализиран доколку се спроведе добра организација и доколку внимателно се избераат постапките,

односно соодветни методи во истражувањето. Методот претставува патоказ и начин на работа и се состои од повеќе постапки и работи со кои се доаѓа до одредена цел или решение.

Во трудот, согласно со проблемот и карактерот на истражувањето, треба да се изберат најсоодветните методи. Поради тоа значењето на методите во науката, односно во научно-истражувачката работа ја истакнувале многу научници. Во овој труд, според мое мислење во консултација со менторот, беше одбрана најсоодветната дефиниција за научен метод: „Научен метод се нарекува збир од работи и постапки со кои се доаѓа до научни сознанија и вистини“.

Земајќи ја предвид специфичноста на проучуваниот предмет на истражување ќе бидат користени различни методи, со цел да се задоволат основните методолошки барања - објективност, веродостојност, општост и систематичност.

Во истражувањето ќе бидат користени:

- Основни методи:
 - ✓ аналитички методи (метод на анализа, апстракција и дедукција);
 - ✓ синтетички методи (метод на синтеза, конкретизација и генерализација).
- Општонаучни методи: хипотетичко-дедуктивен метод, статистички метод и историско-компаративен метод;
- Посебни методи: дијалектички метод;
- Метод на собирање на податоци: метод на анализа на содржината на документите и метод на студија на случај.

Во трудот се истражувани научно-теоретски сознанија, релевантна литература и современа деловна пракса преку примена на следните критериуми:

- ✓ Според критериумот на општоста на истражувањето, истото е поединечно (опфаќа само една компонента на појавата во строго одредена единица на времето и просторот);
- ✓ Според критериумот на својството на предметот на истражувањето, ова истражување ќе биде емпириско-теоретско (во поголемиот дел емпириско);
- ✓ Според критериумот на својството на предметот на истражувањето, ова истражување ќе биде трансверзално (се занимава со пресек на појавите во еден временски интервал);
- ✓ Според критериумот на припадност во науката, истражувањето е интердисциплинарно (предметот на истражување опфаќа повеќе дисциплини на една наука);
- ✓ Според критериумот на актуелноста на предметот на истражување, ова истражување ќе биде комбинирano (предметот на истражување го сочинува истовремено минатото, сегашноста и иднината);
- ✓ Според критериумот на целите на истражувањето ова истражување е верификувано (насочено е на проверка на постоечкото научно сознание);
- ✓ Според критериумот за функцијата на истражувањето ова истражување е применето (настојува научните сознанија за научната теорија да ги образботи така што ќе се утврди можноста за нивна примена).

Преку примена на избраните методи на истражување се постигнува научната, посебната и општествената цел на истражувањето.

1.6. Структура на истражувањето

Истражувањето во трудот, односно планот за презентирање на материјалот во трудот, ќе биде претставен на следниот начин:

Во првиот дел – Методологија на научното истражување, ќе биде изнесен предметот и научната оправданост на истражувањето, ќе биде укажано на нивното зачење и актуелност, ќе бидат констатирани научните и општествените цели, понатаму, ќе бидат поставени хипотези на истражувањето, методи на истражување и ќе биде опишана структурата на трудот.

Во вториот дел – Дефинирање на основните поими, ќе биде даден осврт на дефинирањето на поимите за фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите, преку наведување на основните проблеми кои се јавуваат при неговото дефинирање. Посебно внимание се посветува и при истакнувањето на специфичните карактеристики на фондовите за ризичен капитал и за хеџ фондовите кои ги одвојуваат од останатите традиционални институции.

Во третиот дел – Историјат на развојот, ќе биде објаснето како се движел самиот развој на фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите, од своите почетоци, преку периодот на лошото работење, фазите на експанзија, до нивната улога денес и перспективите за развојот во иднина.

Во четвртиот дел – Класификација, ќе бидат анализирани видовите на ризичен капитал – корпоративниот ризичен капитал, деловните анџели и регионалниот ризичен капитал, како и анализа на хеџ фондовите – фондовите во САД (Onshore) и фондовите надвор од САД (Offshore).

Во петтиот дел – Правни аспекти, ќе бидат објаснети описот и потребните документи, како и договорите при преговарање со фондот за ризичан капитал, а воедно ќе бидат објаснета и регулативата за хеџ фондовите и правните акти на организацијата која ја спроведува регулацијата на хеџ фондовите.

Во шестиот дел – Видови на инвеститори ќе бидат наведени видовите на инвеститори во фондот за ризичен капитал (партнери со ограничена одговорност и главни партнери) како и видовите на инвеститори кај хеџ фондовите (индивидуални инвеститори, семејни фондови, фондации и донации, корпорации и пензиски фондови).

Во седмиот дел – Стратегии на инвестирање ќе бидат подетално објаснети излезните стратегии кои ги применуваат фондовите за ризичен капитал (продажба и емитување на акциите и нивна продажба на берзата преку процесот на иницијална јавна понуда) и стратегија за инвестирање во хеџ фондовите (кратка продажба, хеџинг, арбитража, левериџ, синтетички позиции или деривати).

Во осмиот дел – Влијанието врз економијата, ќе биде укажано на влијанието кое фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите го имаат врз стабилноста на финансиските пазари и системи, со посебен осврт на проблемите на делување и резултатите од инвестирањето на овие фондови.

Во последниот дел ќе бидат изнесени заклучоци од истражувањето, во согласност со претходно наведените хипотези.

Глава II. Дефинирање на основните поими

2.1. Дефинирање на фондовите на ризичен капитал

Наједноставна дефиниција за ризичниот капитал е дека ризичниот капитал претставува капитал на богатите поединци или институции кои што ги вложуваат своите средства, знаење и искуство во новоформираните мали претпријатија кои имаат потенцијал за брз раст и развој. На овој начин, претприемачите и сопствениците на малите претпријатија ги обезбедуваат средствата кои недостигаат во овие претпријатија, очекувајќи висок годишен принос од инвестирањето во својот имот, како и значително зголемување на тој имот во краток временски период. Интензивниот развој на претпријатијата преку посредство на ризичниот капитал, може значително да ја подобри неговата репутација, статус и атрактивност за идните инвеститори.

2.1.1. Поим за фондовите за ризичен капитал

Ризичан капитал, или на англиски *venture capital*, е капитал кој е обезбеден од страна на квалификувани инвеститори за финансирање на компаниите, кои обично се наоѓаат во раните фази на нивното создавање и во брзорастечките индустрии. Овој вид на инвестирање носи со себе голем ризик, но и потенцијално големи приноси. Ризичниот капитал е од пресудно значење за финансирање на овие компании, бидејќи поради ризикот на кој се изложени, на истите им е лимитиран пристапот на пазарите на капитал и на банкарските кредити.

Ризичниот капитал е потесен поим од поимот за ризичниот приватен капитал (*private equity*). Кај ризичниот капитал се работи за капитал кој се вложува во сопственичката структура без разлика на стадиумот во кој се наоѓа претпријатието. ***Ризичниот капитал*** е ресурс што е обично распределен

на претприемачите кои се вклучени во проект со потенцијал за висок раст. Намерата на овие сопственици на капитал е да помогнат да се постигне висока стапка на добивка на фондовите што тие ги инвестираат.¹ Покрај тоа, ризичниот капитал подразбира и активен ангажман на инвеститорите во менаџментот на компанијата, советување, па дури и нивно евентуално приклучување на компанијата на некоја друга. Кај ризичниот приватен капитал тој ангажман може да биде и активен и пасивен, што зависи од стратегиите на инвестирањето. Ризичниот приватен капитал покрај ризичниот капитал вклучува и превземање на компанијата со позајмени средства (leveraged buyout), капитал кој се вложува во развојот и во реструктурирањето (growth capital), mezanin capital (mezzanine capital) кој подразбира финансирање на компаниите со субординарен долг и инвестирање во финансиски стабилни компании (distressed investments).

Во својата суштина, ризичниот капитал ги поврзува вишокот на средствата на пазарот на капитал (инвеститорите) со друштвата и/или проектите со висок економски потенцијал кои немаат директен пристап до институционалните инвеститори (берзите), во ситуација кога претприемачите неможат да ги обезбедат потребните средства за работење во банките, преку отворените инвестициски фондови или преку пензиските фондови.

Фонд за ризичен капитал е фонд на некое друштво кое управува со капиталот наменет првенствено за среднорочно и долгорочно инвестирање во компаниите кои по правило не котираат на берзата и имаат висок потенцијал за раст.² Кога ќе се каже фонд за ризичен капитал се мисли на друштвото кое со нив управува. Фондовите обезбедуваат капитал привлекувајќи квалификувани инвеститори за да им го доверат својот капитал кој подоцна го вложуваат во посебно одбраните претпријатија (компаниии) и проекти.

¹ J. A. Timmons, 1999, *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21 st Century* (5th ed.) (New York: IRWIN/McGraw-Hill), 440.

² Cumming D., (2010), *Venture Capital- Investment Strategies, Structures and Policies*, John Wiley & Sons, Ltd.

Квалификувани вложувачи може да бидат богати поединци или институционални инвеститори, како што се пензиските фондови, осигурителните компании и други специјализирани фондови. Некои фондови успеваат да соберат 30 милиони евра, некои сто милиони евра, а некои и многу повеќе. Со тој капитал купуваат одреден удел од посебно избрани компании и после неколку години тој свој удел го продаваат. Фондовите за ризичен капитал заработуваат на разликата помеѓу вкупното вложување во компанијата и продажбата на тој удел, кој се разликува, по правило, од 3 до 7 години.

Фондовите за ризичен капитал, својот капитал, знаење и искуство главно го инвестираат во start-up компании, на локално или евентуално на регионално ниво. Поретки се случаите на вложување во националните и интернационални проекти или подфати. Тие се многу внимателни при изборот на проектите за финансирање и прифаќаат многу мал број на компании во однос на бројот на понудени. Капиталот кој го инвестираат повеќекратно е помал од сумата која ја вложуваат професионалните инвеститори.

Ризичниот капитал е и погодна опција доколку се сака да се започне ново бизнис работење, да се унапреди или развие постоечкото, да се смени големината на компанијата и да се репозиционира пазарниот удел, да се внесат нови производи на пазарот, да се искористи креативноста и иновациите, да се продаде дел или целата компанија и слично, а при тоа претприемачот, односно компанијата да не располага со дополнителен сопствен капитал кој што би овозможил реализација на тој план и банките и другите институции да не се во можност дополнително да инвестираат во компаниите за тие цели.³

За да би го привлечеле ризичниот капитал, претприемачите и малите и средните претпријатија терба да имаат многу атрактивни проекти, но и на

³ Metrick A. (2007), *Venture Capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd., New York

потенцијалните инвеститори успешно да им ги презентираат своите деловни идеи. Инвеститорите на ризичен капитал на различни начини доаѓаат до информациите за нивните инвестиции и во контакт со нив стапуваат самостојно или преку застапници. Поради високиот ризик, инвеститорите очекуваат во краток рок да остварат значителен принос на вложените средства.

Ризичниот капитал се повеќе се користи за поттикнување на висока стапка на профит на заработка, преку поддршка на купување на иновации. За да се обезбеди ваква поддршка, некои фирми основаат нивни сопствени оддели за ризичен капитал. Овие оддели внимателно ги оценуваат другите компании, за да ги идентификуваат оние со иновации или иновативни способности што можат да донесат конкурентска предност. Во други примери фирмата може да одлучи да служи како внатрешен извор на капитал за иновативни производни идеи, што можат да бидат изведени како независни или сродни фирми. Новите претпријатија што се поддржани со ризичен капитал обезбедуваат важен извор на иновации и нова технологија. Уште повеќе, ваквите фирми годишно претставуваат околу една третина на првичните јавни понуди на берзата. Во просек овие нови претпријатија засновани на ризичен капитал создаваат околу 230.000 нови работни места и трошат околу 5 милијарди долари на истражување и развој секоја година⁴

Главната цел на фондот на ризичен капитал е преку различни стратегии на излегување на пазарите да оствари профит на вложените средства. Овој вид на капитал не е заинтересиран за мнозинскиот пакет, односно за купување на компанијата во која вложуваат. Се вложуваат пари, задржувајќи го правото за финансиска контрола, со што би и се помогнало на компанијата во подигнувањето на нивото на производството, техничката опременост, управувањето, настап на пазарот, а се со цел за зајакнување на компанијата и подигнување на нејзината пазарна вредност.

⁴ D. S. Cable & S. Shane, 1997, A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships, *A Academy of Management Review*, 114-120.

2.1.2. Карактеристики на фондовите за ризичен капитал и подрачја на вложувања

Главна карактеристика на фондовите за ризичен капитал е како институционален инвеститор да го вложува сопствениот капитал на одредено време (среден до долг период, кој вообичаено е од 3 до 7 години), од кое произлегуваат сите останати особини кои го прават поинаков од останатите финансиски инвеститори на пазарот. Вложувањето на сопствениот капитал значи дека фондот за ризичен капитал станува сопственик на компанијата во која се вложува, при што се дели деловната судбина на таа компанија. Од таа причина фондот е посебно заинтересиран за активно учество во деловното работење на компанијата, како и за растот и развојот на деловното работење во сите свои сегменти.⁵

Од друга страна, пак, од главната карактеристика на вложување на одредено време, произлегува и самата структура на фондовите за ризичен капитал, кои се секогаш основани на одреден рок (обично на 10 години) во кој фондот мора да ги вложи сите средства и да ги реинвестира тие средства, и со зголемена вредност да ги врати на своите инвеститори.

Поради фактот што фондот за ризичен капитал е основан на одреден рок, фондот уште на самиот почеток ги разгледува условите за вложување, и неизбежно во прв план ги става можностите и опциите за продажба на имотот во кој би вложил. Токму од овие причини, фондот за ризичен капитал мора да има можност за активно управување со своите вложувања и да има одредени механизми за контрола и одлучување во компанијата во која вложува, а како би можел да влијае навистина да се креира додатна вредност која ќе ја зголеми вредноста на компанијата.

⁵ Pearce R., Barnes S. (2006), *Raising Venture Capital*, John Wiley & Sons, Ltd;

Основните карактеристики на фондовите за ризичен капитал се следните:⁶

- ✓ Подрачјето и висината на вложувањето се одредуваат при формирањето на фондовите за ризичен капитал;
- ✓ Честа специјализација за вложување во одредена гранка од индустријата;
- ✓ Високи критериуми при изборот на деловната понуда;
- ✓ Се вложува само во деловни проекти на компанијата кои имаат голем потенцијал за раст и кои имаат квалитетен менаџмент;
- ✓ Финансиските средства на фондот за ризичен капитал и превземениот ризик се менува за удел во сопственоста на компанијата;
- ✓ Мора да постои можност за квалитетен излез од вложувањето после одредено време;
- ✓ Покрај самото вложување на финансиски средства во деловните проекти, фондовите за ризичен капитал вршат надзор над работењето и работат на зголемувањето на вредноста на компанијата;
- ✓ Остварување на што повисок принос (профит) од вложените финансиски средства, имајќи ја предвид присутноста на високиот ризик.

Иако интерес им е остварување на што поголем профит од вложувањето, фондовите за ризичен капитал и те како водат сметка за после нивното излегување од сопственичката структура на компанијата таа и понатаму да продолжи успешно да работи, со повисок степен на развој и со уште подобра пазарна позиција од почетната, имајќи предвид дека тоа е и основниот предуслов за навистина да го постигнат својот придонес од вложувањето, но и како важен елемент за и понатаму во иднина да бидат посакувани и за

⁶ Metrick A. (2007), Venture Capital and Finance of Innovation, John Wiley & Sons, Ltd., New York

идните претприемачи, со што ќе им се овозможи и понатаму да можат да реализираат квалитетни вложувања.

Подрачјата на вложување на фондовите за ризичен капитал се бројни и разновидни, и најчесто ги вклучуваат следните вложувања:⁷

- ✓ Комуникации
- ✓ Развој на индустриски производи
- ✓ Развој на производи за продажба на големо и мало
- ✓ Потрошувачки услуги
- ✓ Информациска технологија
- ✓ Природни науки
- ✓ Развој на услуги за широка потрошувачка
- ✓ Финансиски услуги
- ✓ Енергија и животна средина
- ✓ Градежништво
- ✓ Транспорт
- ✓ Хемиска индустрија
- ✓ Недвижен имот;
- ✓ Земјоделство;

Индустрија кај која е најмногу застапен овој вид на финансирање се high-tech секторите (биотехнологија, нанотехнологија, нуклерна физика, истражувања во космосот, истражувања поврзани со алтернативните видови на енергија,

⁷ EVCA – European Private Equity i Venture Capital Association
<http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>

фармација и медицина), потоа информациските технологии (развој на нови софтвери), интернет, телекомуникациите, електроника и роботика, па се до заштита на животната средина. Некои од светски познатите компании кои настанале преку овој вид на финансирање се:⁸ *Apple Inc, Google, Yahoo, Facebook, Twitter, Youtube, Genentech, Compaq, Dell, Intel, Macromedia, FedEx, Nvidia, Tesla Motors, Wal-Mart, eBay, Amazon, Skype, PayPal, LinkedIn* и други.

Иако корисници на ризичниот капитал би требало да бидат сите поединци, како и компании кои се во различни фази на својот развој, кои поседуваат квалитетен деловен проект, кај нас, во Македонија е прилично мал, скоро занемарлив бројот на тие претприемачи кои се одлучуваат за овој вид на финансирање. Иако вложувањата на ризичен капитал најчесто се насочени кон вложување нови претприемачки потфати, односно во млади и иновативни компании, државата со мерки во економската политика до сега не направила многу во поттикнувањето на претприемништвото и во зајакнувањето на иновативните капацитети на земјата. Претприемачите многу тешко се одлучуваат за некои попрофитабилни проекти кои по дефиниција се ризични, па затоа и инвеститорите на ризичниот капитал тешко доаѓаат до нови и квалитетни корисници.

Вообичаено недостигот од знаење за тоа што претставува инвестирање на ризичен капитал се покажало како важен фактор за причините за тоа што се појавуваат мал број на корисници, што негативно влијае на настанувањето и на развојот на младите и иновативни компании, како и на економијата во целина.

⁸ Sequoia Capital, Accel Partners, New Enterprise Associates – <http://www.sequoiacap.com>, <http://www.accel.com>, <http://www.nea.com>

2.2. Дефинирање на хеџ фондовите

Наједноставна дефиниција за хеџ-фондот е дека тој претставува алтернативна инвестиција која е креирана за да го заштити инвестиционото портфолио од пазарната неизвесност, при тоа, создавајќи позитивни приноси како на растечките, така и на опаѓачките пазари.

2.2.1. Поим и проблеми при дефинирањето на хеџ фондовите

Терминот „хеџ-фонд“ сеуште нема прецизна правна дефиниција и покрај сè поголемата присутност на овие фондови на финансиските пазари. Постојат одреден број на дефиниции кои се базираат на праваната структура, на стратегиите за инвестирање, на супериорните приноси, на превземањето на ризици и слично:⁹

- ✓ Ризичен фонд на капитал кој во поголемиот број на случаи е отворен само за исклучително богатите поединци, кои бараат голема добивка, истовремено превземајќи и многу висок ризик;
- ✓ Приватен инвестиционо портфолио кое обично се основа во форма на друштво кое е отворено за овластени инвеститори, го наплаќа поттикнувањето на надомест, а со него управува лице кое ги има на располагање сите постоечки финансиски инструменти;
- ✓ Мноштво од инвестициски стратегии, базирани на вештините на менаџерите, со голем број на цели во делот на приходот и ризикот, при што заедничката цел со сите вештини во инвестирањето и во управувањето со ризикот е фокусирање на остварувањето на позитивни приноси, без разлика на пазарните движења;

⁹ Lhabitant, F.S, (2006.), Handbook of Hedge Funds, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 25

- ✓ Лабаво регулиран приватен фонд на капитал, кој може да инвестира и на пазарот на пари и на пазарот на деривати, дозволена му е употребата на левериџ, а со цел за постигнување на што поголема добивка.

Тие кои што не се многу запознаени со хеџ фондовите, често ги разбираат како тип на инвестиционен фонд во кој може да вложуваат само богатите поединци. Попрецизно, само инвеститорите кои поседуваат актива во вредност на преку милион долари или заработуваат повеќе од 200.000 долари годишно, можат да инвестираат во хеџ фондовите.¹⁰ Ова набљудување на хеџ фондовите е многу стеснето и е еднострано.

Доколку се појде од буквалното значење на името, се стекнува впечаток дека хеџ фондовите се инвестициони фондови кои ги применуваат техниките за заштита на портфолиото (хеџинг техники). Ова толкување може да биде грешно, бидејќи се базира на само една особина на хеџ фондовите и на само една од техниките кои ги применуваат. За да се дополни дефиницијата, се вели дека хеџ фондовите се инвестициони инструменти кои обезбедуваат различни односи на приходите и ризиците во споредба со оние остварени на традиционалните инвестирања во обврзници и во акции.

Може да се наведе и типичната, и најчесто користената дефиниција за хеџ фондовите. Според неа, хеџ фондот е лабаво регулирана инвестициона компанија која го наплаќа поттикнувањето на надоместок и вообичаено има за цел остварување на приходи кои не се во корелација со приходите од акциите и обврзниците. На оваа дефиниција може да се додаде и тоа дека хеџ фондовите ги користат и алтернативните инвестициони стратегии.

Ограничената одговорност која ги карактеризира хеџ фондовите не е специфична само за нив, па затоа и неможе да се земе како една од карактеристиките за разликување и за полесно разбирање на хеџ фондовите. Хеџ фондовите не се оданочуваат на ист начин како корпорациите. Сите

¹⁰ McCrary, S., (2002.), Hedge fund Course, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, str. 36

приходи, трошоци, добивки и загуби се трансферираат на инвеститорите. Сепак, ова не е карактеристично само за хедџ фондовите. Бидејќи и многу други типови на инвестициони компании вршат трансфер на данокот на овој начин.¹¹

За хедџ фондовите, просто, може да се каже и дека тоа се инвестициони фондови кои немаат обврска за почитување на било какви правила, а и истите се организирани на различен начин во однос на инвестиционите фондови. Последните години, разликите помеѓу овие два видови на фондови се намалуваат, имајќи предвид дека инвестиционите фондови добиват пошироки правила и поголеми овластувања при инвестирањата, додека на хедџ фондовите им се наметнува нешто построга регулатива.

Хедџ фондовите се разликуваат од инвестиционите фондови по тоа што подлежат на помал степен на регулатива. Причина за тоа е што хедџ фондовите примаат капитал само од финансиски софистицирани индивидуални инвеститори и организации.¹²

2.2.2. Карактеристики на хедџ фондовите и систем на надоместок

Хедџ фондовите имаат неколку карактеристики кои се одвојуваат од традиционалните инвестициски фондови:¹³

Структура и достапност:

Хедџ фондовите не се исклучително достапни за помалите инвеститори. Многу стратегии на фондовите го лимитираат капацитетот на инвестиции па

¹¹ Lavinio, Stefano. 2000. *The Hedge Fund Handbook*. New York, San Francisco, Washington, D. C: McGraw-Hill

¹² Hull, J., (2010.), *Risk Management and Financial Institutions*, Boston: Pearson Education, Inc, str. 70

¹³ Lakic, S., (2009.), *Institucije nove finansijske arhitekture: hedž fondovi*, Montenegrin Journal of Economics, Nikšić: NVO Elit – Ekonomska laboratorija za istraživanje tranzicije, 95. str

затоа се отворени само за упис во кратките временски периоди, а се нуди само за познатите инвеститори или кај фондовите на фондовите. Многумина наметнуваат влезни провизии или продажни давачки. Откупот е обично потежок, типично квартално, со долги објавни периоди и излезни провизии. Сите овие прашања ја ограничуваат достапноста на хеџ фондовите, посебно на малите инвеститори.

Перформансни провизии и интереси на менаџерите:¹⁴

Потенцијално високите провизии ги привлекуваат квалитетните менаџери. Менаџерите кај хеџ фондовите, типично се платени во форма на годишна провизија на менаџментот, и што е најзначајно, преку провизии засновани на исполнување. Ова е една од својствените карактеристики на хеџ фондовите. На нив се привлекуваат високо квалитетни стручни лица за инвестиции во секторот на хеџ фондовите и ги поттикнуваат менаџерите да создаваат максимални профити за инвеститорите.

Левериџ:

Левериџот се јавува во форма на банкарски долг или купување на маргините. Хеџ фондовите се во можност да го искористат левериџот за да би ги зголемиле приходите. Тоа обично го прават со купување на хартии на маргини или со задолжување кај банките, а се во можност и да купуваат и дериватни производи.

Една од карактеристиките на хеџ фондовите која ги разликува од инвестиционите фондови е тоа дека надоместоците кои се плаќаат се повисоки, дека зависат од перформансите и дека нивната структура е посложена од структурата на надоместокот кај инвестиционите фондови.

Системот за наградување во рамките на хеџ фондовите е асиметричен – менаџерите добиваат учество во остварениот профит, но не учествуваат во

¹⁴ Cvitanic Jakša, Zapatero Fernando: Introduction to the Economics and Mathematics of Financial Markets, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England: 2004;

поднесувањето на загубите. Ова доведува до тоа менаџерите, кога ќе претрпат загуба, да тежнеат кон превземање на поголем ризик за да би можеле да ја покријат загубата и повторно да остварат профит.¹⁵

Видови на надоместоци за хеџ фондовите се:¹⁶

- ✓ Надоместок за управување – обично се изразува како процент од активата со која се управува. Се наплаќа годишно или квартално. Неговата висина изнесува 1-2% од вредноста на активата со која се управува. Надоместоот се наплаќа без разлика дали фондот работел профитабилно или не. Висината на надоместокот се одредува на ниво на кое се покриваат оперативните трошоци. Менаџерот може да го пресмета надоместокот и агрегатно, на ниво на фондот, или посебно, за актива на секој инвеститор. Иако по дефиниција надоместокот се пресметува имајќи ја предвид висината на нето вредноста на активата, надоместокот всушност се пресметува на капиталот на инвеститорот во фондот.
- ✓ Иницијативен надоместок – има за цел мотивирање на менаџерите да остварат максимален профит. Се наплаќа на база на профитот кој што го остварил фондот. Обично изнесува од 15-25% од профитот. Надоместокот се структурира така што во фондот се привлекуваат најдобрите инвестициски менаџери.

Врз основа на претходното, типичната структура за надоместокот кај еден хеџ фонд може да се претстави како „2 плус 20%“, што значи дека фондот наплаќа 2% годишно од активата со која управува и 20% од износот на остварениот профит. Некои хеџ фондови, со добри историски перформанси, наплаќаат надоместоци кои што се многу поголеми од наведениот просек, како на пример 3 плус 35%, 5 плус 44% и слично. Сепак, лошите

¹⁵ Eric D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, drugo izdanje, Cigoje štampa, Beograd

¹⁶ Hull, J., (2010.), *Risk Management and Financial Institutions*, Boston: Pearson Education, Inc., str. 71

перформанси на фондовите за време на последната пазарна криза ги навеле да ја намалат висината на надоместоците.¹⁷

Наведеното упатува на тоа дека менаџерите кај хеџ фондовите се заинтересирани за апсолутен профит. Нивната цел е да бидат профитабилни, без разлика на состојбата на пазарите на акции и обврзници. Структурата за надоместок кај хеџ фондовите им дава поттик да остварат профит. Но, исто така ги „поттикнува“ и да превземат поголем ризик. Менаџерите, познавајќи ја структурата за надоместок кај хеџ фондот, имаат поттик да превземаат висок ризик, па дури и кога очекуваните приноси на профит се негативни. Ова однесување на менаџерот може да биде делумно амортизирано со подобра регулатива.

¹⁷ Borla, Simone, and Denis Masetti. 2003. *Hedge Funds – A Resource for Investors*. Chicester: John Wiley & Sons, Inc

Глава III. Фази на еволутивниот развој на фондовите

За да се разбере каде се наоѓаат сега фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите и каков понатамошен развој ги очекува во иднина, неопходно е познавањето на нивниот досегашен развој. Почнувајќи од основањето на првите фондови па до денес, индустријата на фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите се менувала во зависност од случувањата на светските пазари.

3.1. Еволуција на фондовите за ризичен капитал

3.1.1. Почетоци на развојот (1920 – 1930)

Ризичниот капитал почнал да се развива во 1920-тите и 1930-тите години во Соединетите Американски Држави и Велика Британија, иако тогаш активноста во таа област била базирана на богати поединци, односно на богатите семејства.

Формалната дејност почнала да се развива во 1934 година со основање на компанијата *Chaterhouse Development Capital*, првата компанија за ризичен капитал во Велика Британија. После Втората светска војна, скоро истовремено и во САД и во Велика Британија се основаат првите фондови за ризичен капитал, но значително побрзо развојот ќе се одвива во САД. Во Велика Британија основан е во 1945 година првиот фонд за ризичен капитал *3i*. Тој постои и денес како еден од најголемите фондови во светот.¹⁸

¹⁸ McCrary S. (2002): Hedge Funds Course, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc

3.1.2. Прв фонд за ризичен капитал (1946)

Во 1946 година, во САД, се основа првиот фонд за ризичен капитал *American Research and Development Corporation* (ARD). Идејата за формирање на овој фонд дошла од Ралф Фландерс (*Ralph E. Flanders*), кој ја извршувал функцијата претседател на Банката за Федерални Резерви во Бостон. Потпората за идејата ја добил од професорот на Харвард Бизнис Школата и генерал Џорџ Дориот (*Georges Doriot*). Двајцата, со уште неколку лица со претприемачки дух ја основале компанијата ARD, која успеала да собере капитал за својот фонд за ризичен капитал од институционалните инвеститори, универзитети и физички лица.

За време на своето постоење ARD инвестирала во бројни компании базирани на висока технологија, што и овозможиле и цврсти лични врски на сопствениците на компанијата со познатите универзитети (како што се Харвард и МИТ). Пред да биде продадена на еден конгломерат, во 1972 година, компанијата ARD, во 1957 инвестирала во *Digital Equipment Corporation*. Вредноста на таа инвестиција во 1971 пораснала за 5000%.¹⁹

3.1.3. Нови правила за инвестирање (1958)

Понатамошната фаза во развојот на индустријата на ризичниот капитал го облежува 1958 година кога со закон е овозможено основањето на *Small Business Investment Companies* – приватни компании потпомогнати со ефтини државни кредити. Од средината на 1970-тите и САД и Велика Британија доенсуваат низа закони со кои постигнуваат развој на индустријата за ризичен капитал.

Еден од катализаторите во процесот на вложување било и воведувањето на новите правила за инвестирање за институционалните вложувачи, посебно

¹⁹ Auerswald P. (2008), "Financing entrepreneurship" Cheltenham, UK., Northampton, Mass, Edward Elgar

за пензиските фондови, кои со воведувањето на Prudent Man правилата во 1978 година во САД започнале значително повеќе да инвестираат во овој облик на имот, бидејќи веќе не биле ограничени со ризични вложувања. Покрај тоа, од 1950 годин започнува да се развива и кластерот Silicon Valley во кој овие фондови го остваруваат својот потполн потенцијал и синергија со универзитетите, државните институции, разни компании и поединци. Од тогаш овој сектор се развива и расте според сите сложени опции за финансирање. Успехот на оваа дејност е тесно поврзана со успехот на високотехнолошките компании финансирани со тој капитал. Како и технолошките револуции, успехот и неуспехот од инвестициите во ризичен капитал се јавува циклично.

3.1.4. Фаза на експанзија (1970 – 1980)

Јавен успех ризичниот капитал доживеал во 70-тите и 80-тите години со чија помош настанале некои од најголемите компании во тоа време (*Apple Inc*, *Digital Equipment Corporation*, *Genentech*).

Крахот на берзата во 1987 година, познат како Black Monday, ја успорил активноста на фондовите. Меѓутоа од средината на 90-тите, кога започнал dot.com бумот, па се до крахот во 2000 година, било период на најголема експанзија и инвестиции во high-tech секторот за фондовите за ризичен капитал.²⁰

Крахот на Nasdaq и пукањето на балонот во high-tech секторот длабоко ја потресле индустријата за ризичен капитал. Од тогаш поголемиот број на фондови биле фокусирани на отпишување на компаниите чија вредност во тој период била пониска од вредноста на инвестицијата во нив во само неколку години претходно. Меѓутоа, во 2005 година постепено се враќа и довербата, благодарение на познатите компании, на успешната аквизиција

²⁰ McCrary S. (2002): Hedge Funds Course, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc

на Skype од страна на eBay, купувањето на My-Space од страна на The NewsCorporation, на многу успешниот Google, како и појавата на Facebook и Twitter.

Ризичниот капитал во континенталните западно европски земји се јавува дури во осумдесетите години, додека овој вид на вложувања во земјите од средна и источна Европа започнува да се развива од средината на деведесетите години, со големи разлики од земја до земја. Фискалните и законодавните мерки имале значителна улога во развојот на ризичниот капитал во Европа, од либерализацијата на вложувањата на институционалните вложувачи до даночните олеснувања за вложувања на ризичен капитал.

Традиционално, земјите со развиен пазар на капитал, исто така побрзо го развивале овој модел на вложувања. Една од причините е тоа што претприемачите не се плашат од зависноста од ризичниот капитал, па во тие земји е виоко развиена и долго присутна акционерската култура.

3.1.5. Фондови за ризичен капитал денес

Динамичен раст на фондовите за ризичен капитал е забележен на почетокот на XX век. Само во 2000-тата година забележен е рекорд од скоро 120 милијарди долари инвестиции од страна на овие институции во САД. Следните години тој износ се намалил, но и понатаму останал висок и се движел помеѓу 40 и 50 милијарди долари годишно.²¹

Улогата на ризичниот капитал е многу значајна во развиените земји. Фактот дека вложуваат во помали компании кои подоцна излегуваат на берзата и стануваат јавни акционерски друштва со чии акции се тргува на водечките секундарни пазари, за одделни автори послужил да истакнат дека пазарот на

²¹ EVCA – Европска *Private Equity u Venture Capital Асоцијација*. <http://www.evca.eu/2012>

приватниот капитал помага во повторното откривање на пазарот на корпоративна контрола.

Ризичниот капитал има клучна улога во економскиот раст и во создавањето на нови работни места. Во периодот од 2000 до 2006 година фондовите за ризичен капитал инвестирале повеќе од 270 милијарди евра во преку 56 илјади европски компании. Понатму, во 2007 година инвестирани се 68,5 милијарди евра во европските компании. Во 2005 година ризичниот капитал отворил 6,5 милиони работни места, односно повеќе од 3% работно способното население во Европа.²²

Исклучително важна е улогата на ризичниот капитал во финансирањето на истражувањата и развојот. Компаниите кои се финансирани со ризичниот капитал во просек трошат 50.693 евра по вработен за истражување и развој. Од друга страна, водечките 500 европски компании во истражување и развој трошат по 8.394 евра по вработен за истражување и развој. Секој трет вработен, во компаниите финансирани со ризичен капитал, работи во истражувања и развој. Во Европа, повеќе од 25% се вложувачи во фондовите за ризичен капитал на пензинските фондови, што значи дека повратите остварени на овој алтернативен облик на имот се враќаат во рацете на пензионерите, а со тоа се допринесува и до зголемено штедење.

3.1.6. Иднината на фондовите за ризичен капитал

Постоењето на фондовите за ризичен капитал би влијаело на мобилизирањето на претприемачките способности, ресурси како и прифаќање на стандардите кои би резултирале во подигнувањето на конкурентноста кај регионалните економии.

Секако, за функционирање на овој систем потребни се промени на законските рамки како и прераспределба на средствата и загубите во делот

²² EVCA – Европска *Private Equity u Venture Capital Асоцијација*. <http://www.evca.eu/2012>

на самостојноста на државата во областа на финансирањето на економскиот развој. Јасно е дека токму прашањето за намалувањето на влијанието на државата на одлуките кои ги донесува фондот е главна причина во развојот за овој облик на финансирање.

Од таа причина, државата треба со одредени мерки да го поттикна привлекувањето и развојот на овој облик на финансирање. Тие мерки се огледуваат во следното:²³

- ✓ Во Законот за инвестициони фондови да се предвиди и фондот за ризичен капитал како посебна економска категорија;
- ✓ Да се пропише правна норма на командното друштво како алтернативна форма за приватните инвестициони фондови;
- ✓ Да се пропише дека фондовите за ризичен капитал можат да даваат кредити на економските друштва;
- ✓ Да се обезбедат даночни олесувања;
- ✓ Да се овозможи и државата во партнерство и/или самостојно да основа фонд кој на сопственички основи ќе вложува во компаниите, како и посебен фонд во кој ќе бидат средствата за кои фондовите за ризичен капитал ќе можат да конкурираат;
- ✓ Да се овозможи средствата од техничките резерви и гарантните резерви на осигурителните компании да може да вложуваат во фондовите за ризичен капитал.

Предностите за компаниите во кои се вложува се повеќекратни, поаѓајќи од свежиот капитал, искуството, контактите со професионалните инвеститори се со цел на зајакнување на компанијата. Практично, ризикот од успех и неуспех паѓа подеднакво и на сопственикот и на инвеститорот на ризичниот капитал. Имајќи ја предвид моменталната ситуација во националната

²³ Макроекономски анализи и трендови (2013), бр. 202 Белград

економија, јасно е дека присуството на ризичен капитал значително ја проширува понудата на изворите за финансирање.

Главниот проблем, кога станува збор за овој вид на финансирање кај овие инвеститори е создавањето на поволен институционален амбиент, од заштита на вложувањата до посебни даночни политики со кои би требало да се мотивира влегувањето и на странски фондови. Имајќи ги предвид овие два вида на професионални инвеститори вклучени во функционирањето на компаниите во кои вложиле, неопходно е да се создаде стабилна законодавна рамка која ќе овозможи сигурност на вложувачите. Треба да се избегнат ситуациите во кои е можно, со заобиколување или недоречености на законската рамка, да се намали значењето на фондовите и евентуално да се злоупотребат вложените средства. Исто така, потребно е да се работи и на измените на законот за даноци, законот за инвестициони фондови, законот за осигурителните компании и пензиските фондови. Измените мораат да одат во насока за зајакнување на домашните извори за креирање на фондови за ризичан капитал.

3.2. Еволуција на хеџ фондовите

3.2.1. Почетоци на развојот (1931 – 1968)

Првиот хеџ фонд е формиран со цел за остварување на профит, го основал Alfred Winslow Jones во 1949 година. Тој го основал фондот со иницијален капитал во износ од 100.000 долари. Фондот прво бил основан во форма на командно друштво, со што се заобиколила регулацијата и се овозможила максимална флексибилност при конструирањето на портфолијата.²⁴

Џоунс верувал дека поседува способност за супериорен избор на акции за своето портфолио, односно дека може да ги идентификува акциите кои ќе

²⁴ Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 8

растат побрзо од пазарот, како и оние кои што ќе растат побавно. Покрај тоа, сметал и дека неможе да ја предвиди насоката кон која ќе се движи пазарот. Овој начин на инвестирање му овозможил остварување на нето профит на сите пазари, капитализирајќи ја способноста на добар избор на акции, со истовремена редукција на ризикот преку помала изложеност на пазарот. За да би го зголемил профитот, тој го додал и левериџот – ги користел приходите остварени на продажбата на кратко за влез во дополнително долги позиции. Иако левериџот и продажбата на кратко биле познати и користени и пред Џонс, тој бил првиот кој ги поврзал во традиционалниот инвестициски пристап.²⁵

Со цел за да привлече инвеститори, одлучил да наплаќа провизија кон перформансите (20% од реализираниот профит), а во фондот ја инвестирал целата своја заштеда. Овој пристап го привлекол вниманието и кај инвеститорите и кај менаџерите.

Со растот на пазарите во 1950-тите и 1960-тите и со понатамошниот развој на работењето со фондовите, Џонс ангажирал портфолио менаџери кои би му помогнале во изборот на акциите кои ги вклучил во портфолиото. Со тоа, тој создал прв добро диверзификуван фонд со кој што управувале повеќе менаџери. Резултатите кои тој ги остварил биле изненадувачки, што предизвикало засилено инвестирање во хед фондовите. Во периодот од 1966 до 1968 година, хед фондовите доживуваат расцут. Во наведениот период се засилувал пазарот на акции, а Џонсоновиот фонд добивал се поголем публицитет.²⁶

²⁵ Møller Thomas: Risk-minimizing Hedging Strategies for Unit-Linked Life Insurance Contracts, Laboratory of Actuarial Mathematics, University of Copenhagen: 1998;

²⁶ McCrary S. (2002): Hedge Funds Course, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc

3.2.2. Период на лошо деловно работење (1969 – 1974)

Водени од желбата за остварување на перформанси кои во рамките на својот фонд ги остварил A. W. Jones, многу нови менаџери на хед фондовите почнале да продаваат хартии од вредност на кратко, иако немале многу искуство и знаење потребно за тоа. За време на растење на пазарот во 1960-тите, таквите продажби на кратко биле многу непрофитабилни. Како последица од тоа, многу фондови го напуштаат Џејсоновиот модел и преминале на инвестирање само во долги позиции со левериџ.

Падот на пазарот започнат во 1969 година и донел огромни загуби за хед фондовите. Посебно тежок период бил периодот на рецесија од 1973 и 1974 година. Обемот на тргување бил значително намален, а многу хед фондови престанале да работат. Пукањето на овој балон го преживеале само најискусните менаџери, но нивните фондови биле оштетени, па тие продолжиле со работење како и многу мали фондови, со мала вредност на активата и обично биле ориентирани на само една стратегија.

3.2.3. Период на обнова (1975 – 1997)

По 1975 година, започнува растечкиот период на пазарот. Во овој период било тешко да се утврди точниот број на хед фондовите, пред се поради непостоењето на маркетингот и транспарентната официјална регистрација на овие фондови. Поголемиот број на фондови биле организирани во облик на партнерства со високи минимални инвестициони вложувања, што ги правело отворени само за богатите поединци. Фондовите работеле во тајност и за своето работење не одговарале никому, освен на своите партнери.²⁷

²⁷ McCrary S. (2002): Hedge Funds Course, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc

По неуспешниот излез од кризата многу хед фондови се појавиле како главни играчи на финансиските пазари, привлекувајќи големо внимание кај јавноста, поради големите профити кои ги оствариле. Поголемиот дел од остварената добивка предизвикала загриженост дека хед фондовите би можеле да допринесат за финансиска нестабилност и да го пореметат ефикасното функционирање на пазарите.

На почетокот на 1990-тите во фокусот се нашле глобалните макро хед фондови со своите изразени способности на менаџерите (*Soros, Robertson, Steinhardt*) кои успевале да остварат приходи во висина од неколку милијарди долари, инвестирајќи во сите земји на светот, при тоа обидувајќи се да ги предвидат макроекономските трендови. Почетокот на деведесетите години имало околу 530 хед фондови кои управувале со околу 50 милијарди долари. По периодот во кој глобалната макро стратегија била доминантна, фокусот се префрлил на стратегиите на комбинирање на долгите и кратките позиции во акциите и на арбитражните стратегии.²⁸

3.2.4. Кризен период (1997 – 2009)

Финансиската криза во Азија во 1997 година, довела до големи падови на пазарите на валути, акции и други активи во земјите во развој. Хед фондовите се окарактеризирани како еден од главните причини за оваа криза. Многубројни се финансиските извештаи од овој период кои говорат во прилог на тоа дека менаџерите кај хед фондовите биле шпекулативни играчи на пазарот кои делувале надвор од владините регулативи.

Постоеле повеќе хед фондови кои не биле така успешни во спроведувањето на глобалните макро стратегии. Еден од нив бил LTCM фондот (*Long Term Capital Management*), кој остварил загуба од четири милијарди долари и го започнал домино ефектот кој што погодил многу банки и ги довел на ивица

²⁸ Lhabitant, F.S, (2006.), *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 14

на банкрот, голем број на финансиски институции и многу големи брокерски куќи. Оваа LTCM стратегија се базирала на долги позиции во обврзници за кои се сметало дека се потценети (високо приносни, помалку ликвидни обврзници, на пример, обврзници кои ги емитувале земјите во развој и junk корпоративните обврзници) и кратки позиции во обврзници кои се сметани за преценети (ниско приносни, поликвидни обврзници, на пример државни обврзници на САД). Фондот ги насочил големите обложувања на конвергенција на каматните стапки во EMS, што се покажало многу исплатливо. Имајќи предвид дека државите членки на Европската заедница немале веќе можност за печатење на пари со цел за покривање на дефицитот, ризикот по дифолт се зголемил.

LTCM фондот сметал дека за време помеѓу 1997 и 1998 година, според приносите помеѓу високо ликвидните и ниско ликвидните обврзници бил многу висок, како и дека ќе се намалат кога инвеститорите ќе извршат повторна проценка на ризикот. LTCM своето портфолио го креирал со многу високо ниво на левериџ, што во периодот кој следувал довело до големи загуби. По финансиската криза во Азија, обемите на приноси започнале брзо да се шират. Ова движење било спротивно на она што било очекувано и довело до нарушување на неговиот акционерски капитал, до загуби во вредност од неколку милијарди долари и до намалување на вредноста на фондот и до 50%. LTCM ги користел вредноста на активата на износ од 5 милјарди за да позајми 125 милијарди, што значи дека фондот бил левережиран 25 пати.²⁹

Сличен пример имал и хедџ фондот *Amaranth Advisors*. Хедџ фондот *Amaranth Advisors*, кој изградил солидна репутација во заедницата на фондовите, во еднонеделно тргување доживеал дебакал во 2006 година. Вклучен во тргувањето со нафта, фондот бил во позиција да привлече големи износи на средства од пензиските фондови. Изложувајќи се на фјучерс пазарите на

²⁹ Michael R. King and Philipp Maier: Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate, Bank of Canada, 2007-9, str.9, www.bankofcanada.ca

природен гас изгубил 6 до 9 милијарди нето сегашна вредност. Фондот користел мулти стратегија и имал значително потценување на потнецијалните загуби за време на екстремно ликвидационо случување. Некои позиции на фондот биле неколку стотици пати поголеми од просечниот обем на дневно тргување во некои договори. Ризикот на ликвидност бил особено присутен во некои позиции. Кога иницијалните загуби станале познати, значително се влошиле условите кои се понудени за да бидат отпакувани неговите позиции. Загубите на фондот значеле и загуби за пензискиот фонд кој инвестирал во *Amaranth Advisors*. Падот на хеџ фондот бил рапиден од 10,228 милијарди вредност на 31 август, стапка на поврат за месец август од 6,98%, YTD return 31.57%, со иницијална маргина од 2,5 милијарди и стапка на левериџ од 5,23%, за на 21 септември иницијалната маргина да изнесува 6,93 милијарди долари. Ова предизвикало ликвидирање на активите на фондот³⁰. Се покажало и во овој случај дека стратегијата не била ниту фундаментално силна ниту безопасна и неризична.³¹

Овие случаи, на LTCM и Amaranth, сепак, позитивно делувале на пазарот и на инвеститорите. Финансиските институции кои соработувале со хеџ фондовите станале многу повнимателни, барале повеќе информации и ги заострувале кредитните услови (посебно за институциите со виок левериџ). Самите хеџ фондови го намалиле нивото на левериџ, прифатиле да даваат повеќе информации и издвојувале повеќе средства за развој на системот за управување со ризикот и за изработка на планови во случај на криза во ликвидноста.³²

Хеџ фондовите ја концепирале својата стратегија за да го искористат создадениот балон на пазарот. Своите портфолија ги креирале фокусирајќи се на акциите на компаниите од областа на технологијата, без покривање на

³⁰ JTill, Hilary, 2006, "EDHEC Comments on the Amaranth Case: Early Lessons from the Debacle," EDHEC Risk and Management Research Centre

³¹ Møller Thomas: Risk-minimizing Hedging Strategies for Unit-Linked Life Insurance Contracts, Laboratory of Actuarial Mathematics, University of Copenhagen: 1998

³² Edwards F. (2006): Hedge Funds and Investor Protection Regulation, Economic Review, Atlanta, Federal Reserve Bank of Atlanta

вака долги позиции или деривати. Одреден број фондови кои се обиделе да ја игнорираат состојбата на пазарот, не преживеале.

3.2.5. Хеџ фондовите денес

Со првиот хеџ фонд на A. W. Jones од 1949 година комбинирани се две инвестициони алатки - кратка продажба и левериџ, кои се сметаат за ризични кога се применуваат изолирано. На Џонс му се припишува дека покажал како овие инструменти може да се комбинираат со цел да се ограничи пазарниот ризик. неговата „проникливост“, била во тоа дека постоеле два одвоени извори на ризици во акциското инвестирање: ризик од индивидуална селекција на акциите и ризик од пад на пазарот генерално. Џонс настојувал да ги одвои - држал одредени краткорочни акции за да се штити (хеџ) од пад на пазарот. Надгледувајќи го пазарниот ризик, користел левериџ за да ги зголеми своите приноси од собирање на индивидуални акции. Џонсоновиот фонд добил значителен публицитет во периодот од 1966 до 1968 година, паралелно со зајакнување на пазарите на акции. Денешните фондови значително еволуирале во однос на Џонсовиот фонд. До тоа допринеле многу фактори: појавата на нови финансиски инструменти, технолошки иновации, различни модели за проценка на ризик, промени во окружувањето и слично.

Бидејќи хеџ фондовите ги избегнуваат поголемиот дел од регулаторните барања кои ги погодуваат традиционалните инвеститори, тешко е прецизно да се одреди точниот број на овие фондови. Преку соодветни истражувања е утврдено дека бројот на хеџ фондови, од 1988 година растел по годишна стапка од околу 12,6%.³³ Се дошло и до податоци дека активата која ја управуваат хеџ фондовите растела по стапка на раст од 21,9% годишно. Може да се забележи дека активата растела многу побрзо од вкупниот број

³³ McCrary, S., (2004.), Hedge fund Course, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., str. 8

на фондови, па се заклучува дека со текот на времето растела и просечната големина на фондови.

После 2000-тата година, во периодот на опаѓање на пазарите, хеџ фондовите бележеле подобри перформанси од пазарите. Овие резултати го зголемиле интересот за хеџ фондовите, па во текот на последната деценија забележен е значителен раст и на активата на фондовите и на бројот на фондови. Успехот во привлекувањето на инвеститорите не е еднакво распореден. Присутен е голем број на мали играчи кои управуваат со помалку од 10 милиони долари на актива, додека наспроти нив се наоѓаат голем број на фондови со вредност на активата поголема од милијарда долари.

Долги години претходно, поголемиот дел од хеџ фондовите биле лоцирани во САД. Кога американскиот пазар дошол во период на зрелост, Европа се појавила како погоден алтернативен пазар и постепено станала нов центар на интерес за менаџментот на хеџ фондовите. Во последно време, фокусот се поместува кон Азија, каде што големо внимание привлекува растот на Кина, како и опоравувањето на индустријата во Јапонија.

3.2.6. Иднината на хеџ фондовите

Се смета дека главен извор на иден раст на хеџ фондовите ќе бидат институционалните инвеститори. Овие инвеститори досега инвестирале многу малку во хеџ фондовите. Сепак, ориентацијата на хеџ фондовите кон апсолутната добивка и растечкото незадоволство од традиционалните методи на инвестирање, ги има убедено да ја прифатат менаџмент стратегијата на хеџ фондовите и да се вклучат во нивното работење.

Во иднина се очекува дека фондовите ќе работат полошо отколку во минатото, дека ќе бидат повеќе институционализирани и дека индустријата ќе биде повеќе регулирана. Сепак, неколку важни прашања и понатаму

остануваат отворени, како што се недостаток на транспарентност, недостаток на регулација и контрола на ризик и високото ниво на надомест.

Во следните години се очекува пораст на приливот на капитал во хеџ фондовите, но и пораст на бројот на хеџ фондовите. Тоа ќе доведе до тоа повеќе фондови да бараат исти ценовни неусогласености кои поради тоа многу брзо ќе се елиминираат, оставајќи помалку профит за инвеститорите. Одовде, дополнителните средства кои ќе влезат во индустријата на хеџ фондовите ќе доведат до намалување на просечниот принос кој хеџ фондовите го реализирале во минатото. Поголемите износи кои влегуваат во хеџ фондовите ги тераат менаџерите да посегнуваат кон нови стратегии, од кои некои може да го зголемат притисокот на воспоставување на поголемо, односно повисоко ниво на регулација.

Глава IV. Класификација

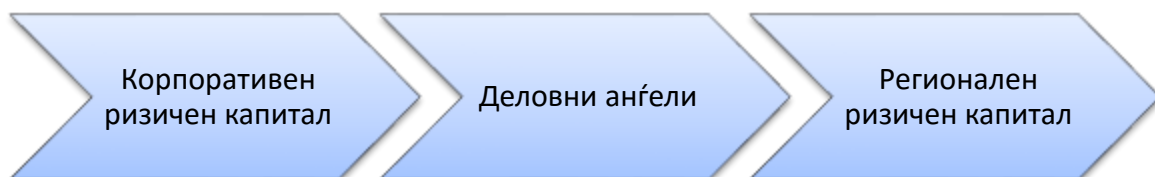
За да може да ги разбереме специфичностите на фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите и на ефикасен начин да се изврши и нивна компарација, потребно е да се укаже на класификацијата на овие фондови и нивните карактеристики.

4.1. Видови на ризичен капитал

Ризичниот капитал понекогаш представува единствена можност за финансирање на различни претприемачи со добра идеја, но со недостаток на пари. Претприемачот пред вложувањето не добива само пари туку и деловен партнер, а каков ќе биде истиот, зависи од изборот на видот на ризичен капитал.

Имено, постојат три основни видови на ризичен капитал кои меѓусебно учествуваат во вложувањето во нови деловни предизвици.³⁴

Слика 1. Класификација на ризичниот капитал



³⁴ Eric D., Beraha I., Đuricin S., Kecman N., Jakišić B. (2012), Finansiranje malih i srednjih preduzeca u Srbiji, Privredna komora Srbije, Beograd, str. 131

4.1.1. Корпоративен ризичен капитал

Корпоративниот ризичен капитал е карактеристичен по тоа што е сочинет од компании или партнерства од две до четириесетина професионалци кои се специјализирани за одредено деловно подрачје.

За да има компанијата со што да инвестира, се основа фонд за ризичен капитал и се бараат вложувачи кои се подготвени да вложат значителни финансиски средства (најчесто институционални).

Фондот може да се основа во облик на инвестиционен фонд достапен на јавноста или затворен, со ограничено време на постоење. Еднаш основаниот фонд служи како извор на финансиски средства кои се вложуваат во перспективни деловни проекти преку кои би се добил што е можно поголем профит.

Корпоративниот ризичен капитал во основа се состои од фонд на некое трговско друштво или партнерство, првенствено наменето за среднорочни или долгорочни инвестирања во претпријатија со почетен или со среден степен на развој со голем потенцијал за раст. Кога се зборува за фонд за ризичен капитал, обично се мисли на трговско друштво или на партнерство кое управува со него, од причина што фондот како таков не е правно лице и не може да биде носител на права и обврски.³⁵ и ³⁶ Фондот се оснива на одредено време најчесто на рок помеѓу 7 и 10 години

Кај корпоративниот ризичен капитал се разликуваат индиректен и директен облик. Кај индиректниот корпоративен ризичен капитал, некоја компанија вложува во еден фонд за ризичен капитал кој понатаму инвестира во тој

³⁵ Hull J. (2010) : Risk Management and Financial Institutions, Boston, Pearson Education, Inc;

³⁶ Трговското друштво или партнерството настапува во свое име но за сметка на сопствениците на удели во фондот (приватни и отворени инвестициски фондови), и или за сопствениците на акциите (за затворени инвестициски фондови) со цел зголемување на вредноста на фондот, но притоа не влијаат во одлучувањето за работењето на фондот.

капитал. Кај директниот корпоративен ризичен капитал се работи за непосредно вложување во компанијата. Намерата на инвеститорите во овие случаи обично е подобрување на конкурентската позиција на матичната компанија, посебно ако и двете се од ист сектор. Под таква претпоставка обично и нема опции за продажба на компанијата во која се вложило.

4.1.2. Деловни анѓели

Деловните анѓели се таканаречен неформален ризичен капитал. Се работи за физички лица кои имаат висока вредност на нето имот кој го вложуваат во сопственичкиот капитал на компанијата. Синтагмата на неформалниот ризичен капитал е оправдана бидејќи не станува збор за правни лица, не се јавно експонирани и тоа им е професионална дејност. Се работи за поединци кои со задоволство ќе вложат средства во перспективна компанија која активно ќе помага во остварувањето на пазарен успех.

Деловните анѓели се поединци кои што располагаат со големи износи на финансиски средства и со одредено деловно познавање и кои ги вложуваат своите средства и знаење во мали компании со перспектива за раст и развој.

Најчест облик за вложување од деловните анѓели се одвива преку замена на влогот за удел во сопственоста на компанијата. Тоа значи дека вложувачот, заедно со претприемачот, го дели ризикот на проектите и многу често учествува во водењето и во оперативното работење на компанијата, по правило без никаков посебен надомест. Понекогаш вложувањето се одвива и во форма на знаење, односно деловниот анѓел дава заем, кој немора да се враќа доколку се исполнат однапред одрдени договорени услови, туку истиот заем се претвора во сопственички удел.

Капиталот на деловните анѓели е погоден извор за финансирање од неколку причини:³⁷

³⁷ Wong A., Bhatia M., Freeman Z. (2009), *Angel finance- the other venture capital*, John Wiley & Sons, Ltd, Hoboken.

- ✓ Нема враќање на парите, за разлика од кредитите, лизингот и слично;
- ✓ Покрај капиталот може да се понудат и знаење и искуство во давањето на поддршка за развој на компанијата;
- ✓ Доколку компанијата се развива и расте, може да бидат и извор за понатамошни финансиски вложувања и раководења со компанијата и слично.

Важна разлика која ги дели од корпоративниот ризичен капитал е тоа што деловните анѓели во деловните проекти не вложуваат само поради профит, туку во тоа вложување наоѓаат и некое свое деловно задоволство. Карактеристиките кои ги делат со корпоративниот ризичен капитал се дека деловните анѓели ќе инвестираат во компанијата, ќе работат на зголемување на нејзината вредност и после одредено време ќе излезат од своето вложување. Делувањето на деловните анѓели, често пати многу се разликува, бидејќи зависи од бројни поединци и од нивното сфаќање за деловното работење, па при инвестирањето во голема мера ја применуваат и методологијата на вложување на корпоративниот ризичен капитал.

Резултатите од многу истражување покажуваат дека финансирањето преку деловните анѓели најзастапено е во: ИТ секторот, вклучувајќи го и интернетот, е-трговијата, софтвер и мултимедија, во индустријата, здравството и биотехнологијата.

Деловните анѓели најчесто се докажани претприемачи, лица кои се долго присутни на раководни позиции, сопственици на успешни компании, но и многу други кои поседуваат капитал и сакаат да инвестираат во деловни зделки за кои веруваат дека може да им донесат брзо враќање и сериозна заработка, па и по цена на ризик за тие да останат без своите пари.

4.1.3. Регионален ризичен капитал

Финансирањето во регионален ризичан капитал има за цел ангажирање на целокупниот потенцијал на одредени подрачја со што ќе биде создаден основ за намалување на регионалните разлики.

Основната предност во однос на сегашните решенија е што преку партнерски однос на приватниот и јавниот сектор се мобилизираат развојните потенцијали со подигнување на нивото на претприемачките способности на поединците и на компаниите. Постоењето на фонд за регионален ризичен капитал ќе влијае на компаниите во секој регион за тие својот развој да го базираат на постојано усовршување, основање на нови знаења со што би биле во можност не само да конкурираат за средствата од ризичниот капитал, туку и истите да ги добијат.³⁸

Постоењето на регионален фонд за ризичен капитал би влијаело на мобилизирањето на претприемачките способности, на ресурсите, како и на прифаќањето на стандардите кои би резултирале во подигнувањето на конкурентноста во регионалните економии. Соработката на јавниот и приватниот сектор во формирањето на овој облик на финансирање би резултирала во зголемена ефикасност при избор на проекти што би водело кон зајакнување на економијата во регионот и намалување на регионалните диспропорции во земјата.

Секако, за функционирање на овој систем потребно е промена на законските рамки како и прераспределба на средства и губање на делот на самостојност на државата во областа на финансирањето на економскиот развој. Јасно е дека токму прашањето за намалување на влијанието на државата на одлуките кои се донесуваат при вложувањето во регионалниот ризичен капитал, претставува главна пречка за развој на овој облик на финансирање.

³⁸ Makojevic N., (2012); Regionalni investicioni fondovi-šansa za smanjivanje regionalnih razlika, http://www.singipedia.ac.rs/naucni_radovi, str.6

4.2. Видови на хеџ фондови

Анализирајќи го начинот на работење, може да се каже дека хеџ фондовите се многу слични на традиционалните инвеститорски компании, односно и едните и другите собираат средства од инвеститорите издавајќи акции и управуваат со средствата во име на инвеститорот. Она во што се разликуваат е организационата структура и законскиот третман.

Секој хеџ фонд е специфичен. Секој има единствена организациона и правна структура, деловна култура, стил на управување, професионално искуство и знаење на менаџерите. Во секој хеџ фонд, менаџерот поставува основни насоки во тргувањето: стил на управување, должина на инвестицискиот хоризонт, цели поврзани за приходите и ризиците, целни пазари и оптимален капацитет на фондот.

Под самостоен хеџ фонд се подразбира нерегулиран фонд на капитал кој потекнува од повеќе различни софистицирани инвеститори. Правната структура на овие фондови варира во зависност од тоа кои се инвеститорите во фондот и каде е истиот регистриран. Големите хеџ фондови со менаџмент на компанијата базиран во САД, имаат offshore фонд за странски инвеститори и onshore за инвеститори од САД. Структурата која вообичаено се применува подразбира дека onshore и offshore фондовите се обединуваат во рамките на еден мастер фонд.

Слика 2. Класификација на хеџ фондовите



4.2.1. Фондови во САД (onshore)

Најчести правни форми за деловните организации во САД (претприемач, партнерство, корпорација) не одговараат на хеџ фондовите. Двата правни облици кои би ги задоволиле начините на работење на овие фондови се: формата на командитното друштво и формата на друштвото со ограничена одговорност. Формата на друштвото со ограничена одговорности и формата на командитното друштво овозможуваат избегнување на оданочувањето на ниво на фондот и обезбедуваат трансфер на плаќањето на даноците на инвеститорите. Формата на командитното друштво е преферирана кај основањето на домашните хеџ фондови. Нејзините предности се полесното прилагодување на инвеститорите во даночната политика, како и непостоењето на проблемите кои се јавуваат при јавната понуда на хартии. Ограничената одговорност им овозможува на хеџ фондовите да користат левериџ, а на инвеститорите сигурност дека од нив нема да бидат барани дополнителни инвестиции, дури и во случај на банкрот.³⁹

Едноставната структура на хеџ фондовите подразбира деловна единица која ги чува инвестираните средства и барем уште една деловна единица која има улога на менаџер на фондот. Деловната единица која функционира како менаџер на фондот се состои од вработени кои се задолжени за управување со работите и за маркетинг. Со текот на времето се појавиле и неколку варијации на наведената структура. Со развојот на структурата на ограничена одговорност, фондот може да биде креиран без ниту еден генерален партнер, така што сите инвеститори вложуваат како акционери и имаат ограничена одговорност.

³⁹ Lhabitant, F.S, (2006.), Handbook of Hedge Funds, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, str. 86

4.2.2. Фондови надвор од САД (offshore)

Фондовите надвор од САД главно се основаат во таканаречени земји на „даночен рај“ кои на фондовите им нудат бројни привилегии: полесна регистрација, задоволително ниво на доверба, ограничени обврски за известување и ниско ниво на даночни обврски. Основањето на offshore фондовите често нуди помало ниво на униформираност во стандардите за известување и пониско ниво на супервизија. Дозволено им е на инвеститорите да им обелоденуваат помалку информации или тие информации да ги обелоденуваат поретко, и истите со во форма која се разликува од онаа која се бара во земјите со повисок степен на регулатива.

Offshore хец фондовите обично се организираат во форма на корпорација. Наместо командитор, овие фондови имаат менаџмент на компанијата. Инвеститорите купуваат учество како и кај домашните фондови, а нивната одговорност е ограничена на износот кој што го вложиле.

Вообичаени инвеститори во фондовите надвор од САД се нерезиденти на САД, на кои им одговара анонимноста овозможена во овие фондови, како и заобиколување на плаќањето на даноци во Америка. Како инвеститори се појавуваат и правни лица од САД кои се ослободени од плаќање на данок (пензиски фондови, хуманитарни организации, фондации), бидејќи доколку инвестираат во домашните хец фондови ќе траба да платат данок.

Изборот на конкретната земја за основае на хец фонд е многу важен. На таквата одлука влијаат повеќе фактори: даночната политика на земјата, имиџот на земјата, достапноста на компетентни локални банки, адвокати, сметководства и сл.; оперативни трошоци; погодност на локацијата од аспект на должината на патување; временската зона, јазик и сл.; локалната регулатива во областа на доверливост на инвестициите и перењето на пари; локација на целните инвестирања; локација на целните инвеститори и слично.

V. Регулативниот аспект на фондовите

Компарација помеѓу фондовите за ризичен капитал и хед фондовите ќе биде извршена и од регулативен аспект, што е посебно значајно имајќи предвид дека за се поголемиот развој и за се поголемата присутност на овие фондови на финансиските пазари потребно е и поголемо ниво на регулација. Во таа смисла ќе стане збор за регулирање на трансакциите од фондовите за ризичен капитал, како и за проблемите на хед фондовите и потребата од подобра регулација.

5.1. Регулативниот аспект на фондовите за ризичен капитал

Покрај карактеристиките кои би можеле да се групираат во кругот на таканаречени економски карактеристики, кои се специфични за овој начин на финансирање и представуваат своевидна правна, односно регулативна вештина.

Секое финансирање на компаниите преку ризичен капитал по правило подразбира вложување во сопственички капитал на одредено друштво. Од правен аспект, важно е да се разликува на кој начин трансакцијата е структурирана, како што е важно и да се разликува дали се финансира поради превземање на одредена компанија или не, кој ја превзема, на пример дали тоа е постоечкиот менаџмент (MBO, MBI) или институционалниот инвеститор (IBO), дали се работи за трансакција од развоен тип, и слично.⁴⁰

Најчест вид на трансакција на ризичен капитал во последно време е трансакцијата на ризичен капитал од развоен тип. Во наведената трансакција инвеститорот вложува парични средства во одредено друштво со цел за

⁴⁰ Lavinio, S., (2000), The hedge fund handbook: a definitive guide for analyzing and evaluating alternative investments, McGraw-Hill Professional

користење на тој капитал за раст и развој на друштвото, и тоа најчесто преку превземање на други компании од ист сектор. Исто како во предметниот тип на трансакција обично менаџментот на компанијата воедно е и мнозински сопственик, со што по добивањето на капиталот од страна на инвеститорот, всушност го намалува и својот сопственички удел во компанијата во корист на инвеститорот. Постоечкиот менаџмент во главно продолжува да управува со друштвото, што е често и услов за влез на инвеститорот во деловниот потфат.

За разлика од типичните МВО трансакции, во поедноставниот облик овие трансакции учествуваат само два главни субјекти - инвеститор (фонд за ризичен капитал) и друштвото примател на инвестицијата. Типична трансакција на ризичен капитал од развоен тип вклучува неколку договорени страни помеѓу кои ќе постојат договорни права и обврски. Какви ќе бидат правата и обврските зависи од степенот на нивната поврзаност со трансакцијата, односно дали имаат партнерски однос или нивната функција е исклучително за спроведување на трансакцијата. Тука се мисли на фактот дека одредени институции не се партнерски поврзани за спроведување на трансакции и развој на инвестициите, туку се само даватели на капитал за финансирање на трансакциите, на пример, банките. Институциите кои го делат партнерскиот однос во спроведувањето на трансакциите и развојот на инвестициите обично се нарекуваат главни институции. Партнерски однос во спроведувањето на тој тип на трансакции имаат по правило само фондот како инвеститор и друштвото примател на инвестициите.

5.1.1. Опис на трансакциите и потребни документи

По дефиниција фондовите за ризичен капитал вложуваат финансиски средства во одредени друштва со цел за создавање на профит. Профит остваруваат со успешно излегување од компанијата. При пишување на потребните документи, посебно главните договори, сите елементи на

соработка мораат да бидат детално изработени, од начинот на влез и делување во компанијата до излегувањето од неа.

Темелните документи кои се вообичаени во предметните трансакции ги вклучуваат прелиминарните регулативни, односно правни договори: кога менаџментот на друштвото ќе подготви деловен план кој ги содржи сите елементи врз основ на која потенцијалниот инвеститор би можел да донесе одлука за влез во инвестицијата.

5.1.2. Прелиминарни договори

Прелиминарните договори обично се:⁴¹

- ✓ Договор за чување на доверливи информации (confidentiality agreement, nondisclosure agreement) - со нив се регулира кои информации ќе се сметаат тајни и начините на кои ќе се одржуваат тајни. Тоа се обично информации поврзани со компанијата која е предмет на превземање.
- ✓ Писмо со намери или договор со прелиминарни услови (heads of terms): тоа е всушност одговор на инвеститорот на деловниот план на менаџментот и резултат на иницијалните преговори. Неговата цел е на едноставен начин да ги опише темелните услови под кои инвеститорот би бил спремен да вложува.
- ✓ Exclusivity/lock-out договор: со тој договор странките се обврзуваат за време на траењето на неговата важност дека нема да бараат лица со кои би преговарале околу истиот проект.
- ✓ Standstill договор: се склучува исклучително кога е во прашање превземање на компанијата која се котира на берзата. Со предметниот

⁴¹ Lavinio, S., (2000), The hedge fund handbook: a definitive guide for analyzing and evaluating alternative investments, McGraw-Hill Professional

договор се регулира дека странките од договорот нема да купуваат акции (или останати хартии од вредност) од таа компанија за одреден временски период, најчесто до реализација на инвестицијата.

По потпишувањето на потребните прелиминарни договори, обично следува процес на подетална анализа. Тој се прави обично после потпишувањата на писмата за намери, односно иницијалната понуда или склучувањето на договор за прелиминарните услови. Резултатите од деталните анализи советниците на инвеститорот ги презентираат во документ кој што се нарекува извештај за деталната анализа (due diligence report). Ако резултатите од извештајот бидат задоволувачки, се продолжуваат преговорите кои водат до склучување на главните договори.

5.1.3. Главни договори

Како што кај трансакциите за ризичен капитал од развоен тип поради инвестирање во компанијата не се основа нова компанија, туку директно се вложува во компанијата од која се превзема делот, составувањето на правната документација донекаде е поедноставено. Пред склучувањето на главните договори, мораат да бидат подготвени и многу други документи, како на пример, финансиските извештаи, деловните планови, менаџерските договори и слично.

Во главни договори спаѓаат, договор на компанијата и инвестициски договор.

5.2. Регулативниот аспект на хеџ фондовите

Регулативата која се однесува на хеџ фондовите отсекогаш била специфична во однос на регулативата која се однесувала на традиционалните инвестициски фондови. Специфичноста се однесува на фактот дека хеџ фондовите сепак дејствуваат на регулирани пазари,

користат финансиска инфраструктура и финансиски центри кои се регулирани од страна на надлежните институции, но од друга страна тежнеат да се организираат на начин со кој би ја избегнале директната регулатива. Ваквата регулатива на почетокот била многу критикувана, но во исто време и прифатена. Пристап до хеџ фондовите имале само богатите и софистицираните инвеститори, па се сметало дека тие имаат можност самостојно да проценат со какви ризици се соочуваат. Проблем претставувале и offshore хеџ фондовите кои националните законодавства неможеле да ги контролираат.

5.2.1. Проблеми со хеџ фондовите и потребата од регулатива

После случајот со LTCM, потребат од подобра регулатива била ставена во прв план. требало да се доведат во ред менаџерите кои што превземале големи ризици. Меѓутоа, се појавил проблем околу тоа како да се одреди соодветниот начин за регулирање. Регулаторите сакаат да ги натераат менаџерите со хеџ фондовите да се регистрираат, бидејќи колапсите на хеџ фондовите би можеле да произведат големи загуби за нивните инвеститори. Затоа, како еден од најважните причини за регулатива кај хеџ фондовите се наведува заштитата на инвеститорите,.

Иако биле свесни дека регулативата кај хеџ фондовите е неопходна, регулаторите сфатиле дека директното регулирање би било само контрапродуктивно. Доколку различни институции би биле регулирани од страна на повеќе супервизори, би можело да дојде до тоа да слични активности различно бидат третирани, што би довело до регулаторна арбитража и би се осуетила иницијалната намера на регулаторот. Поголемиот степен на регулатива би можело да ги одвлече хеџ фондовите кон offshore центрите, каде што регулаторите би ја изгубиле контролата над нив во целост.

Хеџ фондовите се специфични бидејќи уживаат одредени исклучоци од регулативата. Исклучоците се однесуваат на поединците и на институциите со значителни приходи и богатство, со инвестиционо искуство и софистицираниот пристап кон инвестирањето. Причини зошто баш овие инвеститори имаат регулаторни привилегии се тие што тие од регулативата не би имале голема корист и дека би било подобро да им се овозможи слобода да инвестираат така како што ним најмногу им одговара. Инвеститорите со наведените карактеристики поседуваат доволно ресурси со кои би ги покриле евентуалните високи загуби, а и доволно знаење за донесување на добри инвестициони одлуки.

За време на 2000-тите години, кога пораснало учеството на помалите инвеститори и институционалните инвеститори, барањата за објавување на поголем обем на информации за работењето на хеџ фондовите станале зачестени. Сето ова доведува до тоа хеџ фондовите, по одредени карактеристики, да се приближуваат кон инвестиционите фондови, што го засилува проблемот за нивно прецизно дефинирање.

5.2.2. Регулатива во САД и правни акти на SEC

Финансиските институции во САД се регулирани од страна на три федерални регулатори: The Securities and Exchange Commission (SEC) која е задолжена за заштита на инвеститорите, за зачувување на интегритетот на пазарот за хартии од вредност и гарантирање на еднаквиот пристап на пазарот за сите; The Commodity Futures Trading Commission (CFTC) која бара на инвеститорите да им се обезбедат периодични детални извештаи за работењето на фондовите, како и годишни ревизорски извештаи; FED. Хеџ фондовите кои делувале на територијата на САД примарно биле под контрола на SEC, а со еден дел и под контрола на CFTC.⁴²

⁴² Lhabitant F.S. (2006): Handbook of Hedge Funds, Chichester, John Wiley & Sons, Inc.;

Сите акти на SEC се покажале успешни кога е во прашање регулирањето на традиционалните фондови, додека кај хеџ фондовите се појавуваат одредени проблеми. начинот на работењето на хеџ фондовите кои, помеѓу останатото, подразбира продажба на кратко, употреба на деривати и надоместоци во согласност со остварените перформанси, не е компатибилен со сите акти на SEC.

Securities Act (1993) пропишува дека влезот во хеџ фондовите се набљудува како јавна понуда на хартии од вредност, дури и кога фондот е организиран како командитно друштво или друштво со ограничена одговорност. Оваа продажба ќе биде изземена од одредбите на Актот, се додека каматата се продава во форма на приватен пласман. поголемиот број на фондови сакаат да ги избегнат високите трошоци за регистрација, па своите понуди за влез во фондот ги квалификува како приватни пласмани, со што ја избегнуваат регистрацијата.

Пропис D (regulation) дава решение на проблемите за понудата на приватните пласмани. Понудата мора да биде ограничена и директно упатена до овластените инвеститори. Сите неовластени инвеститори мора да поседуваат доволно знаење и искуство од областа на финансиите за да би можеле да го проценат нивото на ризик со кој се соочуваат. Затоа, голем број на хеџ фондови ги ограничуваат своите пласмани само на овластени инвеститори.

Пропис S (Regulation S) хеџ фондовите го користат за исклучоци од регулативата во случаи кога работат со инвеститорите надвор од САД. Врз основа на овој пропис, хартиите може да бидат изземени од бараната регистрација ако не се во посед на државјани на САД и ако неможат да бидат продадени на пазарот на САД во одреден период после датумот на издавање.

Securities Exchange Act (1934) ги регулира трансакциите со хартиите од вредност на секундарниот пазар, преку регулирање на деловното работење

на брокерите и дилерите. Крајната цел на овој акт е заштита на инвестиционата јавност. Актот ги тангира хеџ фондовите на два начини. Хеџ фондовите може да се набљудуваат пред сè како дилери, отколку како трговци (trader). Клучната разлика помеѓу овие два поими е таа дека дилерите мора да бидат регистрирани. За да ја избегнат регулацијата, фондовите мора да тргуваат исклучително за своја сметка без било какви директни трансакции за клиентите. Советниците на фондот не смеат да примаат надоместоци за трансакции кога вршат купопродажба на хартии со државјани на САД, бидејќи тоа би ги квалификувало како дилери и би им била потребна регистрација.

Investment Company Act (1940) го регулира организирањето на компании кои се занумаваат со инвестирање, реинвестирање и трговија со хартии од вредност. Актот ја регулира регистрацијата на инвестиционите компании, трансакциите помеѓу нив и нивните филијали, купопродажбата на акциите на инвестиционите компании, како и здруженија на директори и довереници кај инвестиционите компании.

National Securities Market Improvement Act (1996) има за цел да ги подобри сите неопходни закони и прописи кои се однесувале на пазарот на хартии од вредност. Помеѓу останатото, овој акт има изменето одреден број на одредби кои се однесувале на инвестиционите компании изземени од регистрација кај SEC. Со тие измени зголемен е бројот на хеџ фондовите и инвеститорите кои биле изземени од владините регулативи.

Забрзаниот раст на индустријата на хеџ фондовите го приморал SEC подобро да ја испита и евентуално нешто да промени во досегашната регулатива. Во октомври 2004 година SEC ги претставил новите барања за менаџментот на хеџ фондовите. Хеџ фондовите со најмалку 15 клиенти и 30 милиони долари актива морале да бидат регистрирани кај SEC после 1 февруари 2006. Само хеџ фондовите со барем 2 години траење на lock-up периодот може да бидат изземени од оваа регулатива. Регистрацијата кај SEC подразбира дека менаџментот на хеџ фондот мора да врши периодични

обелоденувања кои се однесуваат на организационата структура, како и комисиите на SEC да можат да вршат периодични проверки во работењето.⁴³

5.2.3. Регулатива во Европа – UCITS directive

За разлика од САД, каде што покрај постоењето на одредени законски одредби, е оставена можност хеџ фондовите да преговараат за договорите, како и одредна доза на флексибилност, во Европа ситуацијата е поинаква. Европските регулатори усвоиле строги правила кои може да се толкуваат и како забрана на работењето на хеџ фондовите, без оставање на било каква алтернатива. Оваа регулатива може да доведе до селење на фондовите и нивните менаџери на законски и даночни поповолни локации.

Проблемот во процесот на интеграции и создавање на Европската Унија била интергацијата на финансиските пазари. Тоа посебно се однесувало на инвестиционите фондови за кои секоја земја имала сопствен систем за регулација и за супервизија. Таквиот начин на регулација го отежнувало било каквото работење надвор од националните граници. поголемиот број на фондови биле организирани и работеле исклучително на национално ниво. тоа водело до се поголема фрагментација на индустријата и раст на трошоците, што се пренело и довело до поголемите провизии кои ги плаќале инвеститорите на пониските стапки на доход на нивните вложувања.

Европските регулатори пропишале и насоки поврзани за употребата на одредени инвестициони инструменти и ја ограничиле активноста на продажбата на кратко со цел за заштита на инвеститорите од потенцијален ризик. Ова како последица имало заминување на инвеститорите и менаџерите од земјите на ЕУ (со исклучок на Велика Британија и Швајцарија), па хеџ фондовите на тлото на Европската Унија биле реткост.

⁴³ Edwards F., (2006), Hedge funds and Investor Protection regulation, *Economis Review*, Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, pp 35

Под притисок на растечка побарувачка (но и понуда) за инвестирање во хеџ фондовите, многу европски регулатори го прифатиле инвестирањето во овие фондови како разумна алтернатива за вложување. Биле олабавени многу строгите законски одредби кои се однесувале на хеџ фондовите. Се намалиле барањата поврзани со деловното работење на фондовите и овозможен е влез во овие фондови до пошироката јавност и до помалите инвеститори. Тоа довело до зголемување на бројот на хеџ фондовите на тлото на ЕУ, а дистрибуцијата на нови услуги се преориентирала од offshore центри на Европската Унија, но и од богатите поединци на многубројните помали приватни инвеститори.

Комитетот за економски и монетарни прашања донел извештај за иднината на хеџ фондовите и деривати во кои се наведува дека хеџ фондовите ќе допринесат кон ефикасност и урамнотежувањето на финансиските пазари. Имајќи ги предвид потешкотиите со кои се соочувале заедничките фондови од самите почетоци на креирање на единствениот европски пазар, неможе да се очекува значително подобра ситуација кога се во прашање хеџ фондовите. Тие и понатаму ќе мораат да се борат со различни локални закони.

VI. Видови на инвеститори

Компаративната анализа на фондовите за ризичен капитал и хец фондовите ќе биде извршено и со аспект на типовите на инвеститори во овие фондови. Ќе биде укажано на видовите инвеститори и на нивните разлики во однос на инвеститорите на традиционалните финансиски институции.

6.1. Видови на инвеститори во фондовите за ризичен капитал

Термините менаџер, инвестиција и инвеститор во светот на ризичен капитал немаат исто значење. Менаџерите кај инвестиционите фондови се едни од инвеститорите во фондовите за ризичен капитал. Со фондот управува менаџмент на компанијата со менаџерски тим. Менаџерскиот тим се одлучува за инвестиција во претпријатие каде одлучувачки фактор многу често има и самиот менаџмент.⁴⁴

Развојот на индустријата за ризичен капитал довел и до висок степен на институционализација на процесот на вложување, па инвеститорите станале високо софистицирани во изборот на структурата и начинот на вложување. Денес скоро е невозможно да се замисли основање на фонд за ризичен капитал без многу советници (правни, даночни, инвестициони и други).

⁴⁴ Cumming D., (2010), Venture Capital- Investment Strategies, Structures and Policies, John Wiley & Sons, Ltd.;

6.1.1. Патнери со ограничена одговорност и главни партнери

Без разлика на мнозинската структура на вложување во ризичен капитал, англосаксонскиот модел на фонд како партнерство со ограничена одговорност (limited partnerships) се наметнало како најчесто користен модел на вложување за меѓународните фондови за ризичен капитал. Според тој модел, во фондот вложуваат инвеститори со ограничена одговорност (limited partners), чии обврски кон фондот се ограничени на износот на сопствениот влог и не учествуваат во водењето на работењето на фондот, туку имаат само надзорна улога. Тоа се сите инвеститори, а најчесто се работи за институционалните вложувачи како што се пензиските фондови, осигурителни компании, банки, мултилатерални организации, развојни агенции и слично. Од друга страна, со фондот за ризичен капитал управува главен партнер (general partner), компанија која има неограничена одговорност над обврските на фондот за ризичен капитал, која не ги покрива со неговиот имот.

За пензиските фондови вложувањето во секторот за ризичен капитал е атрактивно, најмногу поради долгорочните перспективи на вложување, што се конфронтира со нивните долгорочни обврски, како и поради можноста за атрактивни приноси земајќи го предвид ризикот и диверзификацијата во однос на останатите облици на имот.

Партнерството помеѓу главните партнери и партнерите со ограничена одговорност е клучно за остварување на долгорочната соработка. Кај просечниот фонд за ризичен капитал животниот циклус трае околу 10 години. Првите 5 години вклучуваат инвестирање, следните 5 години вклучуваат управување со портфолиото на инвестициите и со осигурување на излезните стратегии од сите инвестиции. Структурата на менаџментот на фондот за ризичен капитал дава голема автономија бидејќи вложувачите во фондот ја задржуваат ограничената одговорност под услов да не се вплетуваат во секојдневното водење на фондот.

6.2. Видови на инвеститори во хеџ фондовите

Додека на почетокот инвестирањето во хеџ фондовите било резервирано само за исклучително богатите поединци, сега станува повеќе достапно и до останатите класи на инвеститори. Инвеститорите се класифицираат во неколку категории: индивидуални инвеститори, семејни фондови, фондации, пензиски фондови, корпоративни инвеститори.⁴⁵ Помеѓу категориите, но и помеѓу инвеститорите во секоја категорија постојат одредени разлики, кои стануваат значителни прио изборот на конкретна стратегија која менаџерот на фондот ќе ја применува.

Индивидуалните и институционалните инвеститори кои вложуваат во хеџ фондовите значително се разликуваат во поглед на степенот на аверзија кон ризикот, должината на инвестициониот хоризонт, инвестиционите цели и ограничувања кои се поставуваат при инвестирањето, како и во поглед на даночен третман.

6.2.1. Индивидуални инвеститори

Индивидуалните инвеститори биле активни уште од првите години на работењето на хеџ фондовите. Мотивите за вложување во хеџ фондовите кај овие инвеститори се разликуваат од поединец до поединец.

Законската регулатива и барањата кои се поврзани со приватните пласмани ги спречуваат инвеститорите со мали износи на средства да вложуваат во хеџ фондовите. Затоа, главни индивидуални инвеститори во овие фондови се всушност поединците. Овој вид на инвеститори, регулаторите различно го дефинираат. Тоа се обично индивидуални или овластени инвеститори кои остваруваат приход од најмалку 200.000 долари или располагаат со актива во вредност од милион долари. Богатите индивидуални инвеститори

⁴⁵ McCrary S., 2004, Hedge fund Course, Cjichester, John Wiley & Sons, Inc, pp. 36

вложуваат во хеџ фондовите очекувајќи доволно високи приноси со кои би го компензирале високиот износ на платениот данок.

Посебна група на индивидуални инвеститори е сочинета од полубогатите или скоро богатите инвеститори. Во литературата и во регулативата тие различно се дефинираат. Едни ги дефинираат како поединци со нето богатство помеѓу еден и десет милиони долари, други поставуваат распон на богатството помеѓу 500.000 и милон долари, а трети преку три милиони долари. Тоа што на сите им е заедничко е тоа дека во минатото не им било дозволено инвестирање во хеџ фондовите. Со промените кои настанале во хеџ фондовите и во рамките на регулативата, се променила и положбата на овие инвеститори. тие станале голем потенцијал и извор на капитал за идните инвестирања во хеџ фондовите. Овие инвеститори вложуваат во хеџ фондовите сакајќи да го намалат ризикот на својот профит, но и да го зголемат приходот на вкупното портфолио.

Хеџ фондовите оставаат можност за вложување и на неовластените инвеститори. Овие инвеститори можат да бидат добро информирани и инвестиционо образовани, но при тоа да немаат доволно приходи или богатство со што би биле овластени за инвестирање во хеџ фондовите. Тие можат да бидат посебно важни за хеџ фондовите кои почнуваат со работа, бидејќи со своето инвестирање во таквите фондови, покажуваат дека имаат доверба во нив. Големите хеџ фондови нема да имаат корист од овие инвеститори, освен мало зголемување на вредноста на активата со која се управува.

6.2.2. Семејни фондови

Семеен фонд претставува група на инвеститори кои ангажираат инвестициони, даночни, сметководствени и правни советници. Овие фондови може да се набљудуваат како чувари на активата која може да инвестира во хеџ фонд. Во хеџ фондовите неможат да инвестираат сите членови од овој

вид на фонд. Членовите на фондот се разликуваат во поглед на висината на богатството, степенот на аверзија кон ризикот и чувствителноста на даночниот третман.

При инвестирањето, советниците на овие фондови побрзо ќе се определат за балансирање помеѓу очекуваниот принос и ризикот кој го следи, отколку за стратегии со висок принос. Ќе преферираат стратегии кои обезбедуваат ниска корелација со традиционалните инвестиции. Овие фондови често се определуваат за индиректно инвестирање, преку фондовите на хеџ фондовите, така ги користат инвестиционите вештини и знаење. Исто така, можат да инвестираат во два или повеќе фондови со што би извршиле диверзификација.

6.2.3. Фондации

Под фондација се подразбира одреден фонд на пари и група на вработени кои ги инвестираат тие пари и дел дистрибуираат кај различни организации и активности во согласност со поставените цели. Бидејќи не подлежат на високи даночни стапки на доход и на краткорочната капитална добивка, фондациите уште од самите почетоци на хеџ фондовите се и нивни инвеститори. Причини поради кои фондациите вложуваат во хеџ фондовите можат да бидат намалувањето на ризикот или зголемувањето на приходите.

6.2.4. Корпорации

Поголемиот број на инвестиции од страна на корпорациите во хеџ фондовите се мали во споредба со нивната структура на капитал. Сепак, корпорациите се еден од најголемите извори на капитал за хеџ фондовите.

Причини поради кои корпорациите инвестираат во хеџ фондовите се: намалување на ризикот, зголемување на приносите, инвестирање на капитал

до моментот кога ќе стане потребен за производствена намена... Корпорациите плаќаат данок на добивка остварена со инвестирање во хеџ фондовите, а доколку добивката се дистрибуира на акционерите, тие ќе го платат данокот на таквата добивка. Скоја дистрибуција на акционерите ќе биде оданочувана како дивиденда, па акционерите имаат помалку пари (по оданочување) за инвестирање во хеџ фондовите, во однос на корпорацијата која дистрибуираниот приход може да го инвестира наместо испалата на дивиденда.

6.2.5. Пензиски фондови

Пензиските фондови на почетокот биле чести инвеститори во хеџ фондовите, за во последните години таа ситуација да се промени. Пензиските фондови во почетокот го одбивале износот на надомест кој морал да биде платен за инвестирање во хеџ фондовите. Набљудувајќи го успехот кој го постигнале фондациите со таквото инвестирање, како и способност на хеџ фондовите успешно да работат во различни пазарни услови, пензиските фондови почнале се повеќе, и во се поголем број, да вложуваат во хеџ фондовите.

Пензиските фондови имаат изразена аверзија кон ризикот. При инвестирањето во хеџ фондовите тиа ангажираат консултатнти кои им помагаат при изборот и контролата на работењето на избраниот хеџ фонд. При избор на хеџ фонд, пензиските фондови преферираат фондови со ниско ниво на левериџ, а избегнуваат инвестирање во мноштвото од арбитражни стратегии. Тие практикуваат и инвестирање во фондовите на хеџ фондовите со цел за остварување на диверзификација и користење на експертските услуги на менаџерите.

Со инвестирање во хеџ фондовите, пензиските фондови го подобруваат својот однос кон ризикот и добивката. На пензиските фондови не им е дозволено да завземаат кратки позиции, да користат левериџ, да инвестираат во деривати ниту да се вклучуваат во некои сложени трансакции

кои се вообичаени за хеџ фондовите. Хеџ фондовите им се примамливи бидејќи обезбедуваат високи приноси при инвестирањата во акции, со намален ризик во периодите кога пазарот е во опаѓање. Инвестирањето во хеџ фондовите е едноставен начин на кој пензиските фондови можат да го прошират својот опсег на инвестирање и да ја подобрат својата граница на ефикасност.

6.2.6. Осигурителни компании

Иако поседуваат големи износи на актива, осигурителните компании не се големи инвеститори во хеџ фондовите. Поради регулацијата на која подлежат, тие повеќе вложуваат во традиционалната актива. Производите на осигурителните компании уживаат одредени даночни олеснувања, па ефикасно се комбинираат со хеџ фондовите чии приноси се оданочуваат веднаш и според максимална стапка на данок на доход на поединците.

Во последно време, голем број на осигурителни компании инвестираат во хеџ фондовите. Многу е важно реосигурителните компании да се лоцирани надвор од САД со што би се избегнало двојното оданочување на приносите од инвестициите. Реосигурителните компании кои вложуваат во хеџ фондовите обично се тесно поврзани со менаџерите на хеџ фондовите. Менаџерите на хеџ фондовите ги гледаат како начин за собирање на средства и нивно задржување подолг временски период.⁴⁶

⁴⁶ Schrager David F., Pelsser Antoon A.J.: Pricing Rate of Return Guarantees in Regular Premium Unit-linked Insurance, The Netherlands Department of Quantitative Economics; University of Amsterdam: 13.7.2004;

Глава VII. Стратегии за инвестирање

Од примената на стратегиите за инвестирање ќе зависи успешноста од вложувањето и приходите од фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите. Во продолжение ќе бидат објаснети излезните стратегии кои ги применуваат фондовите за ризичен капитал со кои од вложувањата би излегле со максимален профит, како и различните стратегии за инвестирање во хеџ фондовите кои се менувале во текот на нивниот развој.

Вложувањето на ризичен капитал во различни деловни проекти се базира врз темелот на размислувањето дека единствено добро вложување е она кај кое постои добра излезна опција. Функционирањето на ризичниот капитал се темели на можностите за излез од вложувањата која претставува успешност на инвестициониот процес и соработка помеѓу инвеститорот и претприемачот. Имајќи предвид дека целта на вложувањето во различни деловни потфати за заработка, односно добивање на што повисок приход од вложените финансиски средства, инвеститорот ќе искористи некоја од излезните стратегии со што би остварил максимална можна пазарна цена.

Она што ги карактеризира хеџ фондовите се многубројните стратегии за инвестирање кои се на располагање на нивните менаџери. Знаејќи дека не подлежат на рестриктивни ограничувања при инвестирањата, менаџерите имаат можност да инвестираат на неконвенционални начини кои значително се разликуваат од традиционалните начини на инвестирање кај другите инвестициони компании.

7.1. Политика на вложување во фондовите на ризичен капитал

Ризичниот капитал како облик на финансирање бара компании со висок потенцијал за раст и конкурентни производи или услуги. Многу е важно со компанијата да управува квалитетен и стабилен менаџмент, тим кој што е способен да го исполни договорениот деловен план. Важно е и да постојат квалитетни процедури на управување или потенцијал на воспоставување на истите во краток рок. важно е и да постојат заеднички интереси на компаниите и вложувачите на ризичниот капитал. Во замена за вложување во компаниите, вложувачите на ризичниот капитал очекуваат контрола над управувањето со компанијата во донесувањето на стратешките одлуки, надзор и јасна опција за излез. Процесот на вложување на ризичниот капитал е многу комплексен. Едно од најважните прашања е поврзано со одредувањето на вредноста на целиот деловен зафат. Многу често вредноста на компанијата во која се вложува е многу мала, па затоа е потребно да се вршат проценки на идните приноси, посебно анализа на стапката на приход.

За да би можело некоја компанија да аплицира за овој вид на финансирање, мора да постои поволен спој на најмалку три групи на фактори:⁴⁷ економски, општествени (социјални) и правни.

Процесот на инвестирање на фондот за ризичен капитал во компанија е посебен однос на другите опции кои што се на располагање и се разликува од случај до случај. Финансирањето со опцијата на ризичен капитал вклучува длабока поврзаност на инвеститорот и компаниите во кои се инвестира. Таа поврзаност е многу поголема од онаа која е присутна во однос на банките кои даваат кредити и клиентите кои го примаат и се огледува не само за време на преговорите, туку и преку целото време траење на инвестицијата. дали

⁴⁷ Chan, Nicholas, Mila Getmansky, Shane M. Haas, and Andrew W. Lo. 2005. "Systemic Risk and Hedge Fund". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (March).

фондот за ризичен капитал ќе вложи пари во некоја компанија или не, не зависи само од вредноста на нејзиниот имот, ризикот и континуитетот во работењето, туку и од проценката на инвеститорот дали компанијата во која се вложува е способна да ги оствари идните приходи, односно добивка во мера која тоа од неа се очекува.

Покрај деловните и финансиските планови, како и останатите квантитативни показатели, важна улога има и менаџерскиот тим на компанијата во која се вложува. Тој тим мора да го убеди инвеститорот дека е подготвен да го оствари деловниот и финансискиот план и дека за тоа има соодветна стратегија. Делувањето на ризичниот капитал во однос на другите видови на вложувања не престанува само по изборот на објектот на вложување на финансиските средства и инвестиции, туку подразбира и активен ангажман во зголемувањето на вредноста и намалувањето на ризикот од вложувањата.

7.1.1. Политика на инвестирање во фондовите на ризичен капитал

Политиката на инвестирања на фондот за ризичен капитал е разновидна, бидејќи не се вложуваат сите фондови на еднаков начин. Вложувањата се разликуваат по големината на инвестицијата, по големината на уделот, фазата на вложувања, индустријата, земјата и слично. Поголемиот дел на фондовите се специјализирани, ако не според своите наведени критериуми, тогаш според фазите на развој на компанијата. Целната големина на инвестицијата и минималниот износ кој фондот го вложува во компаниите е поврзан и со фазата за развој на компанијата. Фондовите за ризичен капитал кои вложуваат во раната фаза на развој на компаниите обично вложуваат минимално 500.000 евра. Од друга страна, фондовите за ризичен капитал кои се фокусирани на експанзија, имаат за цел да вложуваат во компанијата минимално и по 10 милиони евра. Фондовите кои се посветени на

трансакциите со превземање неретко го имаат тој минимален праг на инвестирање и до неколку десетици милиони евра.⁴⁸

Имајќи ја предвид фазата на вложување и инвестиционата стратегија, фондовите за ризичен капитал ќе ги купат мнозинските односно помалите удели во компанијата и ќе ги комбинираат овие два пристапи. Инвестициите може да имаат форма или на преференцијални акции или на комбинација од обични акции и долгови, обично конвертибилен долг, кој може да стане акција, доколку одредено ниво на ризик е надминат.

Освен фазата на инвестирање, многу е важна и поделбата на фондовите за ризичен капитал на општи и специјализирани, според изборот на секторот за инвестирање. Така општите фондови за ризичен капитал ќе инвестираат во поголем број на сектори, додека специјализираните ќе се ограничат само на еден сектор или на помал број на поврзани сектори. Многу често, општите фондови, се поврзани за една земја каде што имаат намера да остварат предност и да реализираат дополнителна вредност од своите активности, благодарение на познавањето на локалниот пазар. Од друга страна, специјализираните фондови за ризичен капитал кои вложуваат во една или во помал број на индустрии, често ќе делуваат во регионот, паневропски или глобално.

7.1.2. Фази на инвестирањето на ризичен капитал

Првиот чекор во фазите на инвестирањето на ризичниот капитал е контактот со инвестицискиот менаџер и сопственикот на компанијата. Доколку комуникациските стилови се усогласени и ако и на едната и на другата страна им е до квалитетно партнерство, се прави и следниот чекор, а тоа е деталната анализа. Доколку и деталната анализа резултира со позитивен

⁴⁸ Cumming D., (2010), *Venture Capital- Investment Strategies, Structures and Policies*, John Wiley & Sons, Ltd

исход, следниот чекор е одлуката на инвестициониот одбор на фондот. Во случај и таа да биде позитивна, фондот за ризичен капитал се одлучува за инвестирање. од моментот на покажувањето на интерес до самото инвестирање може да поминат и по неколку месеци.⁴⁹

7.1.3. Стратегии за инвестирање во фондовите на ризичен капитал

Фондовите за ризичен капитал не вложуваат само капитал, туку и своето знаење и социјалниот капитал. Но, исто така, тие се обидуваат да ги поврзат и компаниите кои купуваат за да би можеле истите деловно да соработуваат, односно се обидуваат да ја зголемат вредноста на тие компании. Логиката е јасна, да се купи дел од некоја компанија, да се работи на зголемувањето на нејзината вредност со што неговиот дел би бил поголем од вредноста кога истиот е купен, и на крај истиот да биде продаден. На тој начин, се враќа капиталот со посакуваната добивка на вложувачите, но и фондот за ризичен капитал има своја заработка.

Постојат три темелни стратегии за инвестирање на фондовите за ризичен капитал:⁵⁰

- ✓ Стратегија „подобрување на работите“ со која во првите 100 дена од доаѓањето во сопственичката структура фондовите за ризичен капитал спроведуваат различни програми кои имаат цел да се подобри целото деловно работење;
- ✓ Стратегија „повторно групирање и фокус“ со која фондовите за ризичен капитал ја редуцираат комплексноста во работењето и се фокусираат на клучните компетенции на компаниите;

⁴⁹ Gregorou G., Kooli M., Kraeussi R., 2007, *Venture Capital in Europe*, Elsevier, Inc., pp. 55

⁵⁰ Cumming D., (2010), *Venture Capital- Investment Strategies, Structures and Policies*, John Wiley & Sons, Ltd

- ✓ Стратегија „купи и изгради“ со која фондот за ризичен капитал со постоечката инвестиција го реализира превземањето и спојувањето, стратешките сојузи, лиценцирања, дополнување на производствената линија и слично.

7.1.4. Излени стратегии на фондовите за ризичен капитал

Генерално, инвеститорите за ризичен капитал немаат интерес да останат премногу долго во компаниите во кои инвестираат. Процесот на инвестирање е таков што овие инвеститори обезбедуваат капитал од поголем број на индивидуални и институционални инвеститори кои подоцна го пласираат во портфолиото на компаниите кои го користат поради зголемување на вредноста.

При тоа, институциите за ризичен капитал даваат услуги за идентификување и оцена на кандидатите, водење на преговори, склучување на договори со избраните мали и средни компании, го спроведуваат процесот на мониторинг и додавање на вредност и по потреба обезбедуваат набавка на дополнителен капитал со цел за раст на поединечните компании во кои инвестираше.

Кога ќе се процени дека е оптимален момент, се оди кон стратегијата на излез. Успешниот излез е од критична важност за остварување на атрактивен приход од инвестицијата.

Постојат повеќе стратегии на излез од малите и средите компании во кои се инвестирало. Најчесто користени се следните:⁵¹ продажбата и емитирање на акциите и нивна продажба на берзата преку иницијална јавна понуда.

⁵¹ Cumming D., (2010), Venture Capital- Investment Strategies, Structures and Policies, John Wiley & Sons, Ltd

7.2. Стратегии за инвестирање во хеџ фондовите

Со текот на времето, хеџ фондовите ги менувале стиловите и стратегиите на инвестирање. почнувајќи од првиот хеџ фонд кој користел еден вид на стратегија од комбинирање на долги и кратки позиции во акциите, бројот на фондови кој што ја прифатиле таквата стратегија започнал брзо да расте. набрзо, поголемиот дел од тие фондови преминале на високоризични глобали макро стратегии кои вклучувале деловно работење со различни валути, акции, обврзници кои потекнувале од различни делови на светот. Следните стратегии кои станале популарни меѓу хеџ фондовите биле арбитражните стратегии, посебно арбитражата на хартиите со фиксни приноси кои се појавиле како реакција на високоризичното тргување со глобалните макро фондови. последните години, повторно е популарна стратегијата на комбинирање на долгите и кратките позиции во акциите која многу личи на онаа која што ја користел A. W. Jones во својот хеџ фонд.

7.2.1. Комбинирање на долги и кратки позиции во акциите (long/short equity)

Стратегијата се базира на комбинирање на долгите и кратките позиции во акциите, креирајќи на тој начин портфолио кој има намалено ниво на пазарен ризик. Хеџ фондовите кои ја применуваат оваа стратегија постојат со децении наназад, а моментално се една од најголемите групи меѓу алтернативните, нетрадиционалните инвестиции.

Стратегијата се состои во комбинирањето на долгите и кратките позиции со цел за намалување на пазарниот ризик.⁵² Целта на менаџерот е да креираат

⁵² Во основа, кога се зборува за акциите, долги позиции се оние кога се купуваат акции и истите се поседуваат, додека кратки позиции се кога акциите се продаваат, истите се позајмени и се продаваат со цел повторно истите да се купат но по пониска цена. Долги и кратки позиции се користат од страна на инвеститорите за да се постигнат различни резултати, и честопати се основа, симултано, и долгите и кратките позиции од страна на

портфолио на акции чиј приноси нема да бидат корелирани со перформансите на пазарите. Остварените приноси на така креирано портфолио треба да зависат исклучително од умешноста на менаџерот да избере вистински акции за своето портфолио. Она што оваа стратегија ја разликува од на неа сличните, традиционални стратегии, е можноста на менаџерите слободно да продаваат акции на кратко. На растечките пазари, менаџерите очекуваат вредноста на нивните долги позиции да се зголеми повеќе во однос на пазарот, а вредноста на кратките позиции да се намали помалку во однос на пазарот. На опаѓачките пазари, менаџерите очекуваат вредноста на нивните кратки позиции да падне побрзо од пазарот, а нивните долги позиции да загубат помалку од вредноста во однос на пазарот. Профитот се остварува кога вредноста на долгите позиции расте, а опаѓа вредноста на акциите продадени на кратко, додека загубите се остваруваат при пад на вредноста на долгите позиции и да пораснат вредностите на акциите продадени на кратко. Клучен фактор од кој зависи успешноста на овие стратегии е можноста за продажба на кратко, односно можноста за позајмување на хартиите по разумна цена.

Добрата страна на овие стратегии е дека доколку менаџерот направи погрешен избор на хартии за портфолиото, позицијата и понатаму може да биде профитабилна. Она што е важно за остварување на профит е дека долгата позиција има релативно подобри перформанси од кратката. За да се намалат последиците од евентуалниот погрешен избор на акции, менаџерите одлично го диверзификуваат портфолиото и на долгите и на кратките позиции.

Стратегијата носи и одредени недостатоци. Една од главните се високите трошоци за тргување, имајќи предвид дека бруто изложеноста е многу поголема од иницијално вложениот капитал, па и трошоците (изразени како процент на иницијално вложениот капитал) се многу високи. За да го

инвеститорот, да бидат потпора или да произведуваат безбеден приход, а воедно овозможуваат и заштита на портфолиото.

редуцираат износот на овие трошоци, менаџерите на хед фондовите мора да ја намалат бруто изложеноста на своето портфолио. Трошоците дополнително се зголемуваат и покрај обврските на фондот константно да го исполнува пропишаното маргинално ниво. Бидејќи вредноста на позициите (и на долгите и на кратките) константно се менува со пазарните движења, се менува и маргиналното ниво, за што се потребни дополнителни трансакции со цел за доведување на портфолиото во рамнотежа. Различните видови на доцнења исто така можат да претставуваат недостаток кај оваа стратегија. Одредени правила кои ги пропишува бербата го одложуваат извршувањето на продажбата на кратко.

Проблем може да се појави и при заземањето на долгите позиции во подценувањето на акциите кои може да бидат недоволно истражени, па со самото тоа и движењето на новите цени може да биде изразено непредвидливо. Од друга страна, при влез на кратките позиции, може да се појават проблеми од недостаток на ликвидност на пазарите на преценети акции и сите други проблеми кои ја карактеризираат продажбата на кратко. Фондовите кои ја применуваат оваа стратегија имаат корист од рационалното работење на пазарите на акции кои ги наградуваат квалитетните компании со растот на цената на акциите, а ги казнуваат оние лошите со пониска цена.

7.2.2. Постојано непокриено тргување (dedicated short)

Продажбата на кратко е базирана на логика - купи ефтино, па продади по повисока цена. Она што е специфично за продажбата на кратко е тоа што прво се продава активата, а потоа се купува. Продавачот на кратко ќе ја позајми активата (на пример акцијата) и ќе ја продаде на пазарот. По истекот на договореното време позајмената актива мора да се врати, со што ќе биде

откупена на пазарот по цена за која продавачот се надева дека ќе биде пониска од онаа по која ја извршил иницијалната продажба.⁵³

Продажбата на кратко секогаш била не толку добро прифатена активност на пазарот на капитал. Моралниот аспект на оваа трговија, како и стравот дека истата може да предизвика сериозни пореметувања на пазарот довеле до бројни обиди продажбата на кратко да се ограничи или истата да се забрани потполно. Хеџ фондовите кои се посветени исклучително на стратегијата за продажба на кратко ретко се сретнуваат, а многу од нив и ја промениле стратегијата и преминале на стратегијата со комбинација на долги и кратки позиции, со нето кратка изложеност.

Продавачите на кратко имаат лоша репутација на финансиските пазари, а посебно кај компаниите чии акции ги продаваат на кратко. Меѓутоа, нивната улога на пазарот е сепак важна, бидејќи обезбедуваат сигнали за предупредување на неповолните настани на пазарот. имаат и улога на стабилизатор на цената кога тие бележат опаѓачки тренд и тогаш купуваат хартии со што би ги затвориле своите кратки позиции. Фокусирањето само на кратките позиции може да се објасни со фактот дека на многу институционални инвеститори им е забранета продажбата на кратко, па менаџерите на хеџ фондовите, на кои продажбата на кратко им е дозволена, овде ја гледаат неискористената можност за остварување на профит.

Она што не им оди во прилог на менаџерите е природната тенденција на раст на вредностите на акциите на долг рок. Додека чекаат да ги откупат акциите и да ги вратат на инвеститорите од кои ги позајмиле, стануваат погодени од растот на цената и обврската за трансфер на исплатените дивиденди на заемодавачот. Заемодавачот може да побара и враќање на акциите во било

⁵³ Cumming D., (2010), Venture Capital- Investment Strategies, Structures and Policies, John Wiley & Sons, Ltd

кој момент, независно од моменталното ниво на цената на тие акции на пазарот.⁵⁴

7.2.3. Операции со хартиите кои се изложени на пореметувања (distressed securities)

Иако поголемиот дел од хеџ фондовите вложуваат во акции на најдобрите компании, постојат и одреден број на фондови кои го избегнуваат тоа. Предмет на нивно интересирање се акциите на компаниите во финансиски независни ситуации, дифолт или банкрот. Овие фондови често се осудувани од страна на инвестиционата јавност, која при тоа заборава дека тие може да имаат значајна улога во процесите на реструктуирање на компаниите кои што западнале во финансиски потешкотии.

Стратегијата на инвестирање, најопшто може да се опише како купување на долг или купување на акции од компаниите кои ќе се најдат во финансиски, правни или деловни неприлики. Кога ќе започнат со процесот на инвестирање, менаџерите ја пребаруваат целокупната индустрија, по поединечни сектори, како и издавачите на хартиите од вредност со што би можеле да утврдат дали постојат одредени информации кои би можеле негативно да влијаат на хартиите и на нивниот издавач. менаџерите бараат компании кои имат голема веројатност да продолжат со работењето, но и чии хартии се значително погодени од настаните на пазарот. Некои хеџ фондови се фокусираат на целиот пазар на хартиите на компаниите кои се во финансиски неприлики, додека други се ограничуваат само на одредени сектори.

Овие хартии се многу неликвидни и пазарот има многу малку информации за нив. понудата на овие пазари обично е доста поголема од побарувачката.

⁵⁴ Borla, Simone, and Denis Masetti. 2003. *Hedge Funds – A Resource for Investors*. Chicester: John Wiley & Sons, Inc.

Оваа ситуација им одговара на хеџ фондовите, бидејќи тие можат привремено да обезбедат ликвидност и да профитираат на тоа што пазарот на ја познава вистинската вредност на хартиите.

Хартиите кои се изложени на пореметувања не се толку популарни кај сите инвеститори. На поголем дел институционални инвеститори не им е дозволено да вложуваат во нив, додека индивидуалните инвеститори не се осудуваат на купување поради високиот ризик и високите потенцијални загуби. Институционалните инвеститори сакаат да се ослободат од позициите во овие хартии пред да дојде до дифолт или до пад на рејтингот на компанијата, што доведува и до соборување на цената на хартијата и отвора можност за остварување на профит за инвеститорите кои сакаат да вложуваат во овие хартии.

7.2.4. Арбитража (arbitrage)

Стратегијата арбитража вклучува обиди да се искористат повремение неефикасности на цените или неусогласеноста помеѓу хартиите од вредност и пазарите. Овие стратегии се ретко вистински арбитражи ослободени од ризик, односно користење на ризикот во цената помеѓу потполно одржливите активи.

Арбитражерите кои ја применуваат оваа стратегија завземаат долги и кратки позиции, со цел да ја искористат моменталната неусогласеност во цената на хартиите од вредност. бидејќи тие неусогласености обично се мали, се користи левериџ со што би се зголемиле профитните можности. Портфолиото се креира така за да не биде чувствително на промените во каматните стапки, односно така што неговото траење ќе се намали што е можно повеќе.

Стратегијата примарно се базира на долговни инструменти. Најчесто користени хартии се: државните и корпоративните обврзници, хартиите на

владините агенции, државни хартии од вредност на земјите во развој. Во САД оваа стратегија се спроведува и со користење на хипотекарни обврзници и други хипотекарни дериватни хартии од вредност.

На денешните пазари, овие арбитражи типично почиваат на историските односи помеѓу инструментите на различните пазари за да се идентификувале и искористиле отстапувањата од историските обрасци. Ова е обично подрачје во кое многу хедџ фондови „несреќно“ се појавуваат. Со дадена постојана растечка ефикасност на финансиските пазари, приходите на многу од овие инвестиции се безначајни. Значи, единствен начин за хедџ фондот да ги зголеми своите приходи е поврзувањето на големите позиции преку левериџ.

7.2.5. Левериџ (leverage)

Многу хедџ фондови користат левериџ како дел од своите стратегии за инвестирање. За некои стратегии левериџот е клучен фактор. Пред колапсот на LTCM, левериџот од 100:1 и повисоко бил вообичаен за фондовите кои спроведувале арбитража на хартиите со фиксни приходи. Денес, овие фондови имаат позиции кои во просек се 40 пати повисоки од нивниот капитал.⁵⁵

Левериџот го зголемува ризикот на портфолиото во споредба со ризикот кој го имаат традиционално креираните портфолија без левериџ. Позицијата со левериџ може да донесе загуба која е поголема за 100% од капиталот на фондот, додека кај позициите без левериџ износот на загубата е ограничен со износот на капиталот. Бидејќи индивидуалните инвеститори неможат да загубат повеќе од 100% од својот инвестиран капитал, не ги погодуваат загубите на портфолиото над вредноста на капиталот на фондот. Сепак, нив ги загрижува влијанието на левериџот на веројатноста за остварување на

⁵⁵ Lhabitant F.S. (2006): Handbook of Hedge Funds, Chichester, John Wiley & Sons, Inc.;

загуба. Користејќи левериџ, хеџ фондот може да западне во проблеми доколку активата која ја поседува значително загуби од својата вредност, а пазарот на таа актива стане неликвидна, така што фондот нема да може да излезе од своите позиции.

Хеџ фондовите можат да позајмат средства за купување на различни класи на актива. Ако внесувањето на така купената актива во портфолиот без левериџ обезбедува диверзификација, зголемувањето на ризикот предизвикан со левериџ ќе биде ублажено со намалување на ризикот кој е последица од таквата диверзификација. Портфолиото со левериџ има значително поголема веројатност за остврување на поголеми загуби, но и значително поголеми шанси за оствраување на голема добивка. Бидејќи е можно да се ослободи портфолиото на поголем дел од вкупниот пазарен ризик, неможе да се каже дека повеќе левериџ води кон поголем ризик. Всушност, најмала волатилност бележат фондовите кои користат стратегии на арбитража кои имаат најголем левериџ во однос на сите други инвестициони стратегии. Висината на левериџот кој хеџ фондот може да го креира е ограничена со ефектот кој левериџот го има на волантноста на априходите. хеџ фондовите би требало да имаат ниво на левериџ кое е во согласност со активата која ја поседуваат, како и со стратегиите кои ги применуваат. при изборот на нивото на левериџ, фондовите можат да го набљудуваат нивото на левериџ и на другите фондови кои ја применуваат истата стратегија.

7.2.6. Стратегии на брзорастечките пазари (emerging markets strategies)

Фондовите кои ја применуваат оваа стратегија инвестираат во хартиите на малите, помалку развиени стопанства. Се специјализираат за инвестирање

во сопственички хартии или во хартии со фиксни приходи. Начинот на кој што овие фондови управуваат со својата валутна изложеност може да има значителен ефект на нето приходите. Хеџ фондовите кои ја следат оваа стратегија не се пазарно неутрални. Тие се многу чувствителни на економските и на политичките фактори кои влијаат на сите брзорастечки пазари во развој.

Стратегијата вклучува завземање на долги позиции во хартиите на компаниите од земјите во развој или од финансиските пазари во развој. Менаџерите со помош на специјализирано знаење и директно присуство на овие пазари, стекнуваат информациона предност која им овозможува да ги искористат погрешно формираните цени на хартиите при неефикасноста на пазарот во развој. Остваруваат профит со купување на потценетите хартии пред пазарот да ја корегира нивната вредност.

Основните карактеристики на стратегијата им овозможуваат на инвеститорите лесно да профитираат доколку изберат вистински акции, вистински сектор и вистинска земја за пласирање на својот капитал. Хеџ фондовите, во однос на другите инвеститори, имаат поголеми можности да се повлечат од пазарот кога ќе им се укаже потреба од тоа. Покрај тоа, последните години е присутен константен раст на бројот на хеџ фондовите кои влегуваат на пазарите во развој.

Имено, хеџ фондовите кои вложуваат во пазарите кои се во развој нудат значителни предности во однос на инвестиционите фондови кои вложуваат во овие пазари. Додека инвестиционите фондови инвестираат само во обврзници, хеџ фондовите инвестираат и во пософистицирани инструменти, вклучувајќи и стока, недвижности, валути и деривати. Хеџ фондовите можат да користат и левериџ, што може значително да им го зголеми приходниот потенцијал од вложувањето, но и ризикот.

7.2.7. Глобални макро стратегии (global macro strategies)

Доколку инвеститорите се заинтересирани за остварување на големи капитални добивки, а при тоа истите се и доволно квалификувани, хеџ фондовите кои инвестираат глобално се најдобар начин да ги инвестираат своите средства. За овие хеџ фондови, може да се каже дека се најпопуларни и дека за нив во инвестиционата јавнос најмногу се зборува. Причиите за тоа секогаш се повеќекратни: овие фондови се многу големи, нивните менаџери поседуваат исклучителни способности за избор на вистинско време за инвестирање, нивните позиции се изразени во различни валути, а многу од нив веќе имаат стекнато и завидна репутација во финансискиот печат.

Менаџерите на хеџ фондовите кои ги применуваат глобалните макро стратегии имаат најширок спектар на инвестициони можности. Можат да инвестираат на скоро сите пазари, користејќи било кои финансиски инструменти. Менаџерите главно го применуваат top-down пристапот, примарно базирајќи се на анализата на макроекономските варијабли поврзани со земјата во која што сакаат да го вложат својот капитал. Спроведувајќи таква анализа, со употреба на економетриски модели, се обидуваат да ја искористат недоследноста на статистичката анализа на макроекономските варијабли како што се GDP, јавниот дефицит, каматните стапки, приходите од акциите, цената на суровините, девизниот курс, различните демографски податоци и слично.

Овие фондови се нарекуваат хеџ фондови не само заради тоа што овозможуваат заштита (хеџ), туку и поради фактот дека истите не подлежат на ограничувања кои се карактеристични за другите инвеститорски фондови. Тие не се штитат од пазарните ризици, туку тежнеат да профитираат на движењата на финансиските пазари, воспоставувајќи позиции кои ги одржуваат нивните предвидувања од аспект на движењата на пазарот. Може да се заклучи дека нивните перформанси во потполност зависат од квалитетот и тајмингот на нивните предвидувања. За овие фондови често се вели дека се чисти шпекуланти, имајќи предвид дека завземаат позиции во

различни класи на активата само врз основ на предвидувањата со што таа вредност на активата ќе се менува во иднина.

При спроведувањето на оваа стратегија, менаџерите на фондовите формираат сопствено гледиште за трендовите на финансиските пазари, а потоа се обидуваат да профитираат тргувајќи на главните светски макроекономски индекси. Во својата анализа на ценовното движење, менаџерите ги проучуваат политичките фактори и сите економски и финансиски фактори кои можат да влијаат на проценката на вредностите на финансиските инструменти. Менаџерите ја базираат трговијата на сите класи на активата, користејќи ги сите финансиски инструменти, како и продажбата на кратко и левериџот.

VIII. Влијанието на фондовите врз економијата

Компаративната анализа на фондовите за ризичен капитал и хец фондовите ќе биде во продолжение, анализирана од аспект на влијанието врз економијата. Ќе бидат согледани проблемите на делување, предностите и недостатоците на партнерството со фондовите за ризичен капитал и хец фондовите и ќе биде укажано на резултатите од вложувањата во овие фондови.

8.1. Влијанието на фондовите на ризичен капитал

Ризичниот капитал има клучна улога во економскиот раст и во создавањето на нови работни места. Истражувањата покажуваат дека 0,1% БДП инвестирано во ризичниот капитал резултира со 0,4% раст на БДП. Многу е важна улогата на ризичниот капитал во финансирањето на истражувањата и развојот. Компаниите кои се финансираат со овој капитал, во просек трошат по 50,5 евра по вработен за истражување и развој. Од друга страна, водечките 500 компании во истражување и развој трошат по 8,3 евра по вработен. Секој трет вработен во компаниите финансирани со ризичниот капитал работи во истражување и развој, а 13% од вкупниот број на вработени во тие компании имаат докторат.⁵⁶

Во Европа, 25% вложувачи во фондовите за ризичен капитал се пензиските фондови, што значи дека повратите остварени на овој алтернативен облик

⁵⁶ Gregoriou G. , Kooli M., Kraeussl R. (2007), „*Venture Capital in Europe*“, Elsevier Inc

се враќаат во рацете на пензионерите, со тоа допринесувајќи кон зголемено штедење.

Ризичниот капитал допринесува за развојот и за подигнувањето на динамиката на економиите од повеќе аспекти:⁵⁷

- ✓ Отвора нови работни места преку поттикнување на компаниите кои се ориентирани на висок раст, често во најпосакуваните гранки во економијата;
- ✓ Ја зголемува конкурентноста со ефикасно реструктуирање на економските сектори врз темелите на пазарните принципи;
- ✓ Ја зголемува ликвидноста на пазарот на капитал со вложување на долгорочен сопственички капитал и при излезот од инвестицијата, помага во можното котирање на компанијата на берзата;
- ✓ Овозможува атрактивни инвестициони можности за институционалните вложувачи и компании;
- ✓ Привлекува странски капитал со долгорочни инвестициони намери.

Поради промените на финансискиот пазар предизвикани со светската економска криза, на компаниите класичните облици на финансирање ќе им бидат се повеќе достапни. Затоа би требало да се очекува значителен пораст на побарувачката за финансирање преку алтернативни извори на капитал, вклучувајќи ги и фондовите за ризичен капитал. Во регионот постои голем неискористен капитал за овој облик на вложување.

8.1.1. Проблеми на делувањето на ризичниот капитал

Од претодната кратка анализа на ефектите од ризичниот капитал евидентно е дека самата појава на ризичниот капитал кај нас би можело да доведе до

⁵⁷ Metrick A. (2007), *Venture Capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd., New York

појава на повеќе добри отколку лоши работи. Поголемиот број на анкетирани менаџери во малите и средните компании прилично позитивно гледаат на институциите за ризичан капитал како потенцијални инвеститори. Меѓутоа, неопходна е и голема внимателност. Овде пред сè се мисли на големите очекувања на самиот сектор на малите и средните компании.

За процесот на финансиската анализа и длабинските снимања потребно е многу време. Селекцијата на потенцијалните кандидати од страна на инвеститорот на ризичниот капитал подразбира примена на строги критериуми, како и голема уредна деловна документација за деловните планови и финансиското работење. Само за склучувањето на договорите подразбира многу голем број на административни и правни проблеми за кои е потребен подолг временски период. Наведеното може да претпостави сериозни препреки во склучувањето на аранжманите на инвеститорите на ризичниот капитал и избраната компанија.

Вложувањето на ризичниот капитал донесува со себе различни проблеми на кои претприемачот и инвеститорот на ризичниот капитал сметаат и пред почетокот на самиот деловен проект. Во случај да се појави одреден проблем кој е однапред предвиден, претприемачите и инвеститорите во поголемиот број случаи веќе имаат подготвен план за негово решавање. Непредвидените проблеми создаваат поголеми потешкотии доколку не се решат веднаш на почетокот и истите може да го загрозат целокупното вложување.

Можни проблеми од вложувањето на ризичниот капитал, може да бидат следните:⁵⁸

- ✓ Финансиски проблеми;
- ✓ Проблеми од човечка природа;

⁵⁸ Metrick A. (2007), *Venture Capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd., New York

✓ Пазарни проблеми.

Традиционалните финансиски институции редовно одбиваат да финансираат иновативни деловни проекти со висок степен на ризик, и тоа всушност претставува и клучниот проблем во Република Македонија поради што овој облик на финансирање е неопходен.

8.1.2. Пристутност на ризичен капитал

Економската и финансиската криза оставила сериозна задача пред креаторите на економската политика, посебно во земјите кои што се потпираат на банкарскиот сектор. Оваа задача се однесува на тоа како да се најдат доволно средства за да се обезбеди стабилен економски развој. Поголемиот број од овие земји, вклучувајќи ја и нашата, немаат во доволна мера алтернативни извори на капитал, односно пазар на капитал и фондови за ризичен капитал.

Периодов, а и во иднина, главен проблем на нашата земја ќе биде како да се привлече свеж капитал преку формата на странски директни инвестиции. На Република Македонија не и е потребен само свеж капитал, туку и технологија, модерно управување и прифаќање на правилата и стандардите на развиените економии.

Денес САД, каде што се регистрирани преку 260 илјади активни инвеститори на ризичен капитал (деловни анѓели и фондови за ризичен капитал) кои годишно инвестираат преку 20 милијарди евра, е водечка земја во примената на овој облик на финансирање. Во Европа се регистрирани 75 илјади инвеститори на ризичен капитал со годишен износ од околу 4 милијарди евра, што зборува во прилог на далеку поскупоцената застапеност на дадениот извор за финансирање.

Постојат неколку основни елементи кои влијаат на присутноста на ризичниот капитал, а тие се:⁵⁹

- ✓ Окружувањето кое влијае на инвеститорите на ризичниот капитал;
- ✓ Окружувањето кое влијае на компаниите во кои се вложува; и
- ✓ Окружувањето кое влијае на задржувањето на надарените на подрачјето на ризичниот капитал.

Постоењето на фондовите за ризичен капитал би влијаело на мобилизирањето на претприемачките способности, ресурси, како и на прифаќањето на стандардите кои би резултирале во подигнувањето на конкурентноста на регионалните економии.

Секако, за функционирање на овој систем, потребни се промени во законодавните рамки, како и прераспределба на средствата и губење на делот кој се однесува на самостојноста на државата во областа на финансирањето на економскиот развој. Јесно е дека токму прашањето за намалувањето на влијанието на државата врз одлуките кои фондот ги носи е главна препрека за развој на овој облик на финансирање.

Од таа причина, државата со одредени мерки да го поттикне привлекувањето и развојот на овој облик на финансирање. Тие мерки се согледуваат во следното:⁶⁰

- ✓ Со закон за инвестициони фондови да се предвиди и фонд за ризичен капитал како посебна економска категорија;
- ✓ Да се пропише правна норма за командитно друштво како алтернативна форма за приватните инвестициони фондови;

⁵⁹ Makojevic N., (2012); Regionalni investicioni fondovi-šansa za smanjivanje regionalnih razlika, http://www.singipedia.ac.rs/naucni_radovi

⁶⁰ Metrick A. (2007), *Venture Capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd., New York

- ✓ Да се пропише дека може фондовите за ризичен капитал да им даваат кредити на компаниите;
- ✓ Да се обезбедат даночни поттикнувања;
- ✓ Да се овозможи државата во партнерство или самостојно да може да основа фонд во кој ќе бидат средствата за кои фондовите за ризичен капитал би можеле да конкурираат;
- ✓ Да се овозможи средствата од техничките резерви и гарантните резерви на осигурителните компании да можат да се вложуваат во фондовите за ризичен капитал.

Главен проблем кога станува збор за привлекување на овој вид на инвеститори е создавањето на поволен институционален амбиент, од заштита на вложувањето до посебна даночна политика со која би требало да се мотивира влезор на странските фондови. Имајќи ги предвид овие видови на професионални инвеститори вклучени во функционирањето на компаниите во кои вложиле, неопходно е да се создаде стабилна законодавна рамка која ќе овозможи безбедност на вложувачите. Треба да се избегнат ситуациите каде што е можно, преку заобиколување или недоречености во законската рамка, да се намали значењето на фондовите и евентуално да се злоупотребат вложените средства. Исто така, потребно е и да се работи на измените во даночниот законик, законот за инвестициони фондови, законот за осигурителните компании и пензиските фондови. Измените мораат да одат во правец кон засилување на домашните извори за креирање на фондови за ризичен капитал.

8.1.3. Предности и недостатоци од партнерства со фондовите на ризичен капитал

Водејќи сметка за основните специфичности на вложувањето во ризичен капитал, како облик на финансирање на компаниите во почетните фази на нивниот развој, се истакнуваат одредени предности и недостатоци на овој облик на финансирање.

Пред сè, предности од овој облик на финансирање претставуваат:⁶¹

- ✓ релативно лесен и пристапен извор на капитал, фактички без ограничувања;
- ✓ на постои опасност од банкрот, како што е тоа случај при користењето на позајмените извори на средства;
- ✓ подобрување на бонитетот и на финансиските параметри, со што се создаваат можности за подоцнежено ефикасно користење на кредитните и другите позајмени извори на финансирање;
- ✓ континуитет во работењето, нема неминовни загуби на контролата како кај класичната продажба или вклучување на нови партнери;
- ✓ насоченост на менаџментот на деловните активности, раст и развој, а не решавање на проблемот како да се дојде до капиталот;
- ✓ можност за добивање на струлна помош и консалтинг од страна на инвеститорите на ризичниот капитал;
- ✓ прифаќање на иновациите, претприемнички размислување и нови организациони култури;

⁶¹ Jorion, Philippe. 2000. "Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management". European Financial Management 6 (September): 277-300.

- ✓ подигнување на нивото на одговорност за деловните перформанси.

Некои од потенцијалните недостатоци и „лоши“ страни на финансирањето по пат на ризичен капитал, може да се однесуваат на следното:⁶²

- ✓ потребните високи стапки на профит, што може да го обесхрабри менаџментот на многуте компании за воопшто да се вклучат во набљудувањето на овие опции на финансирање;
- ✓ потешко изнаоѓање на квалитетни инвестициони можности и намалување на бројот на инвестиционите проекти кои можат да бидат прифатени. Одовде, оваа форма на финансирање е исплатлива само за високо профитните организации;
- ✓ страв од губење на контролата и конфликти помеѓу оснивачите (поранешни сопственици) и менаџерите или новите сопственици, што може да резултира со појава на низа од проблеми.

Во однос на финансирањето преку банкарските кредити, може да се истакнат следните предности на ризичниот капитал:⁶³

- ✓ среден до долгорочен хоризонт на вложување;
- ✓ посветеност на развојот на деловното работење и успех на компанијата се до моментот на излез;
- ✓ солидна и флексибилна капитална основа за реализација на планот за иден раст и развој;
- ✓ не се оптеретува паричниот тек на компанијата со каматни стапки и враќање на главнината, туку враќањето на вложениот капитал зависи од успешноста на компанијата;

⁶² Metrick A. (2007), *Venture Capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd., New York

⁶³ Jorion, Philippe. 2000. "Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management". *European Financial Management* 6 (September): 277-300.

- ✓ ако компанијата не покаже резултати, инвеститорите на ризичниот капитал се рангирани споредбено со другите вложувачи, и може да ги загубат своите влогоовии, што ги мотивира за активна конструктивна улога во компанијата;
- ✓ е вистински деловен партнер кој со компанијата ги дели ризиците и резултатите, со практични совети и експертиза за да допринесе активно во деловниот успех на компанијата.

Од друга страна, ограничувањата на ризичниот капитал во однос на банкарските кредити се следните:⁶⁴

- ✓ потребно е нешто повеќе време за реализација на вложувањата имајќи предвид дека фондот спроведува детално длабинско снимање на работењето на компанијата, претходни вложувања, така што постапката на вложување може да трае неколку месеци;
- ✓ претприемачите мораат дел од сопственичкиот удел да го отстапат на фондот, а со тоа и делот на контролата над одлучувањето во управувањето со компанијата;
- ✓ фондот за ризичен капитал ја задржува контролата над одредувањето на моментот на реализација на своето излегување од компанијата.

8.1.4. Резултати од вложувањата во фондовите на ризичен капитал

Основното прашање кое се поставува е што е тоа што земјата треба да го направи со цел за создавање на поволен амбиент за привлекување на ризичниот капитал?

⁶⁴ Metrick A. (2007), Venture Capital and Finance of Innovation, John Wiley & Sons, Ltd., New York

Првата група на активности се однесува на промената на институционалната рамка, односно на законските решенија кои го регулираат функционирањето на фондовите за ризичен капитал, финансискиот пазар и промените на фискалните прописи.

Најпрво, државата мора да иницира промена на постоечкиот Закон за инвестициони фондови кој не ги препознава институциите на фондовите за ризичен капитал и како таков претставува сериозна препрека. Би требало, преку законска регулатива да се овозможи основачите на овие фондови да бидат, богатите поединци, локалните управи, државата, пензиските фондови и осигурителните компании.

Постоењето на овие фондови би можело да се почувствува и преку намалувањето на трошоците на државата низ редукција на нејзиното присуство во економската сфера.

Европската Унија ја препознала неопходноста од ризичниот капитал и започнала проект за финансирања под името „Integrated Innovation Support Programme“ во некои земји.

Активностите кои треба да се реализираат преку оваа програма во следните години се следните:⁶⁵

- ✓ запознавање на претприемачите и финансиските посредници со значењето на новите финансиски инструменти врз база на вложување во приватниот капитал;
- ✓ Развој на регулаторните и финансиските механизми за потткнување на вложувањата во корпоративниот ризичен капитал во малите и средните компании;
- ✓ воспоставување и понатамошен развој на мрежата на деловните анѓели;

⁶⁵ Metrick A. (2007), *Venture Capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd., New York

- ✓ развој и започнување на обуки за малите и средните компании со што би биле подготвени за инвестициони вложувања;
- ✓ поттикнување на малите и средните компании да превземат ризик при започнувањето на иновативните активности.

Според статистиката во регионот, по привлекувањето на странските инвестиции на ризичен капитал, први се Бугарија и Романија, со 556 милиони евра, односно 476 милиони евра вложувања. Следува Србија со 61 милион евра, додека во Хрватска 17 милиони евра и тоа само во 2007 година. Причина за ниското ниво на таквите инвестиции е отсуството на систематското спроведување на политиката за поттикнување на таквото инвестирање. Исто така, во регионот доминираат и дрги облици на финансирање, пред сè тука се банкарските кредити кои се полесно достапни.

Странските фондови го земаат пшредвид и малиот пазар во регионот според бројот на населението, куповната моќ, како и пазарната капитализација и ликвидност. Странските фондови имаат потешкотии со идентификувањето на компаниите кои се погодни за таквите вложувања и сопствениците запознаени со таквиот начин на финансирање.

Ernst & Young спровеле истражување во 2008 година, во кое се воочени три клучни тајни на успех во вложувањето на фондовите за ризичен капитал:⁶⁶

- ✓ 75% спроведуваат проактивна стратегија на внимателно и селективно купување на компании;
- ✓ 68% извршиле промени во менаџментот;
- ✓ 80% го исполниле, дори и го надминале планот за излез од компаниите, бидејќи добро го продавале својот удел.

Предностите за компанијата во која се вложува се повеќекратни, поѓајќи од свежиот капитал, искуството, контактите со професионалните инвеститори

⁶⁶ Ernst & Young - една од најголемите 4 ревизорски куќи

со цел за зајакнување на компанијата. Практично, ризикот на успешот и неуспехот паѓа подеднакво и на сопственикот и на инвеститорот на ризичниот капитал. Имајќи ја предвид моменталната ситуација во националната економија, јасно е дека присуството на ризичен капитал значително би ја проширило понудата на извори за финансирање.

8.2. Влијанието на хеџ фондовите

Хеџ фондовите од секогаш ги карактеризирало високоризичното тргување. Ризиците кои инвеститорот мора да ги сноси со инвестирањето во хеџ фондовите претежно зависат од стратегиите за инвестирање кои ги применува конкретниот хеџ фонд. Со зголемувањето на барањата за транспарентност, се зголемува и потребата за што подобра анализа и мерење на ризикот од инвестирањето во хеџ фондовите.

Јавноста, поимот за хеџ фондови скоро секогаш го поистоветува со ризикот. Иако хеџ фондовите се под влијание на различни видови на ризик, неможе да се тврди дека тие се и по природа ризични фондови. Поголемиот број на ризици карактеристични за хеџ фондовите се поврзани со нивната структура. Тие користат сложени, неликвидни и нетранспарентни финансиски инструменти и стратегии. Покрај тоа, овој начин на инвестирање не е подложен на значително ниво на регулација. Затоа, инвестирањето станува погодно само за пософистицираните инвеститори кои што имаат способност да идентификуваат, да анализираат и да сносат ризици кои таквото инвестирање со себе ги носи.

Управувањето со ризикот е исклучително важна активност која е неопходна за успех на секој хеџ фонд. За да би опстанале на пазарите, умешноста од изборот на акциите не смее да биде единствен извор на предност на менаџментот во однос на неговите конкуренти. Умеењето и вештините на менаџерите мораат да бидат дополнети со добро смислен и строго контролиран систем за управување со ризиците.

Ефективното управување со ризиците им помага на инвеститорите да ја заштитат својата актива, да ја ублажат изложеноста на неочекувани ризици и да донесат дисциплинирани инвестициони одлуки. Управувањето со ризикот не се однесува само на елиминирањето на ризиците. Тоа има за цел да им предочи на инвеститорите со колкав ризик се соочуваат, како и да го задржи пропорционалниот однос на ризикот и приходот. Целта би требало да биде и минимизација на некомпензираните и непредвидените ризици.

Менаџерот мора да го разбере ризикот кој што е својствен за неговото портфолио, како и тоа како тоа портфолио се однесува во различни пазарни услови. Потребно е и да ги идентификува факторите кои влијаат на зголемувањето на тој ризик, но и техниките со кои се спречува таквото претерано зголемување. Менаџерите кои управуваат со ризикот мора да ги разберат стратегиите за тргување на хеџ фондовите, како и ризиците поврзани со секој од нив. Тие се одговорни за анализирање на податоците за ризик, мерките за ризик, перформансите, моменталната ризична изложеност, изворите на ризик и слично.

Во рамките на поголемите хеџ фондови, одвоена група, независна од процесот на инвестирање треба да го надгледува процесот на управување со ризикот на портфолиото. Оваа независност го намалува конфликтот на интереси и дозволува ефективна проверка на усогласеноста со параметрите на ризикот. Надоместоците за вработените кои се задолжени за процесот на управување со ризикот не би требало да зависат од остварените перформанси.

8.2.1. Ризикот и хеџ фондовите

Пред креирањето на современите мерки за ризикот, еден од наједоставните начини на управување со ризикот било ограничувањето на одредените видови на инвестиции кои може да бидат вклучени во портфолиото. Овие

традиционални техники за контрола на ризикот често биле нејасни , а нивните резултати можело различно да се толкуваат.

Без разлика на тоа дали вложуваат во традиционални инвестиции или во хеџ фондовите, инвеститорот мора да биде запознаен колкав е ризикот со кој се соочува и колкав износ на капитал може да загуби. Ризикот од губење на капиталот може да се мери како потенцијална загуба во вредноста на портфолиото, при дефинирана веројатност и за време на одреден временски период, а може да се мери и како веројатност на конкретна загуба за време на дадениот временски период (веројатност за загуба).

Инвеститорите мораат да ги идентификуваат основните фактори на ризик во портфолиото на хеџ фондовите за да би можеле да го проценат нивното влијание на алокацијата на активата. Од друга страна, сите оние кои работат со хеџ фондовите, како и регулаторите кои со нив се занимаваат мораат да ги разберат основните извори на ризик кај хеџ фондовите, со што би ја измериле и висината на ризичниот капитал.

Хеџ фондовите инвестираат во голем број на различни финансиски инструменти и при тоа користат различни водови на инвестирање. Фондовите често профитираат преку изложеноста на ризик кој не е типичен за традиционалните инвестиции. Овие алтернативни инвестиции имаат потенцијал да ја неутрализираат изложеноста на портфолиото на традиционалните пазарни ризици или да го зголемат апсолутниот износ на портфолиото, но и да воведат дополнителни ризици и поголемиот степен на неизвесност. Затоа, пред инвестирањето во хеџ фондовите неопходно е да се спроведе детална анализа на таквото инвестирање имајќи го предвид степенот на аверзија кон ризикот. Кога средствата се инвестираат во хеџ фондовите, потрбено е да се продолжи со надзор на деловното работење на фондот.

Мерките за ризик им помагаат на инвеститорите да разберат со колкав ризик се соочуваат инвеститорите во хеџ фондовите, како и да воочат кога ќе ги надминат поставените лимити на нивото на ризик.

Потешкотиите при мерењето на ризикот, предизвикани се со проблемот за дефинирање на ризикот. Секој инвеститор има сопственовидување за тоа што е ризично за него. Сите имаат различни грижи, во зависност од природата на портфолиото, институциите во кои се вработени и во зависност сопствените аверзии кон ризикот. Како резултат од тоа, начините за мерење на ризикот имаат внесено конфузија и помеѓу инвеститорите. Различните мерки за ризикот ќе резултираат со различно рангирање на иста група на фондови. Сепак, сите мерки за ризик имаат иста карактеристика, а тоа е дека ја комбинираат неизвесноста со веројатност на загуба или неочекуван исход.

Колку е поголема инвеститорската изложеност на одреден афтор на ризик, толку поголема е и веројатноста дека вредноста на портфолиото ќе флукутира во зависност од промените на нивото на тој ризик. Сите мерки на ризик се базираат на познавањето на моменталната вредност на портфолиото и на обидите за квалификување на потенцијалните промени на тие вредности, покрај промените на пазарните околности.

Класичните методи за мерење на ризик мораат да бидат корегирани, бидејќи приносите на хеџ фондовите не ја следат нормалната, туку асиметричната распределба која ја карактеризираат настаните кои можат да имаат помала фреквенција но и поголемо влијание. Техниките за мерење на ризикот опфаќаат стрес тестови, сценарио анализи, VaR, ја мерат волатилноста, како и многу други пристапи. Ниту една од споменатите мерки на ризик не е погодна за сите ситуации. Менаџерите треба да користат повеќе мерки за ризик кои го опишуваат ризикот од различни аспекти. Од друга страна, инвеститорите мораат да ги разберат сите тие мерки за ризик, како и начините на кои се применуваат.

Ризиците со кои се сретнуваат хеџ фондовите, применувајќи некои од инвестиционите стратегии, се многу посложени од оние кои се поврзани со традиционалните инвестиции. За да се процени вистинското ниво на ризик со кој се соочува инвеститорот вложувајќи во хеџ фондовите, неопходно е да се спроведе детална анализа за специфичноста на примената на инвестиционите стратегии и користените техники за управување со ризикот. Ризиците кои ги погодуваат хеџ фондовите, може да се претстават низ следните категории:⁶⁷

- ✓ Пазарни ризици - поврзани се со движењата на варијаблите на пазарот на капитал (цени на финансиските инструменти, каматни стапки, девизен курс...). Употребата на левериџот може да ги зголеми пазарните ризици на кои што фондот е изложен. Во зависност од применетите стратегии, менаџерот на фондот има можност со различни техники да ја намали изложеноста на своето портфолио со овој ризик.
- ✓ Кредитен ризик - може да биде предизвикан со несолвентноста на другата страна со која фондот работи, односно соработува или со вложување на кредитниот рејтинг на издавачот на хартиите кои фондот го има во своето портфолио. Во зависност од природата на другата страна, може да биде потрошувачкиот кредитен ризик и корпоративниот кредитен ризик.
- ✓ Ризик на ликвидност - се однесува на тоа дека повлекувањето на средствата на инвеститорот е можно само во однапред одреден временски период. Ризикот произлегува и од (не)ликвидноста на финансиските инструменти во кои инвестирал менаџерот на хеџ фондот. Присутен е и кога фондот мора да ја затвори својата позиција во моментот кога е тоа можно да се направи по исклучително

⁶⁷ Lhabitant F.S. (2006): Handbook of Hedge Funds, Chichester, John Wiley & Sons, Inc

неповолни услови. Овој ризик е тешко да се изолира бидејќи се јавува заедно со пазарниот, кредитниот и останатите ризици.

Недостатокот на ликвидност во рамките на хеџ фондовите е ризик на кој традиционално се посветувало повеќе внимание. Разбирањето на ликвидноста на портфолиото е клучна компонента на ефективното управување со ризикот. Кризите кои во минатото влијаеле на деловното работење на хеџ фондовите, како и оние кои тоа работење ги предизвикало, резултирале со заклучоци поврзани со ликвидноста и со управувањето со ризикот на ликвидноста. Продажбата на најликвидните инструменти за време на кризниот период за да се одговори на маргинските повици, се покажала како погрешен потег. Во таквите ситуации, остатокот на портфолиото би се состоел од неликвидни инструменти, па како таков е уште потешко успева да ги исполни барањата за ликвидност на сите брзо растечки пазари.

Во зависност од применетата на стратегија, неведните групи на ризик различно влијаат на изложеноста на хеџ фондот. Во процесот на управување со ризикот, неопходно е да се одредат приоритетните ризици, бидејќи е непотребно, а ниту практично да се управува со сите категории на ризик на ист начин.

Вкупниот ризик на кој е изложен инвеститорот кој вложува во хеџ фондовите може да биде намален со диверзификација или со вложување во фондовите на хеџ фондовите. Фондовите на хеџ фондовите ги диверзификуваат своите инвестиции преку примената на повеќе стратегии и ангажирање на повеќе менаџери, со што се намалува вкупната волатилност на портфолиото, пружаат подобри услови за ликвидирање на позициите и за обезбедување на константно следење на и ребалансирање на портфолиото.

Пристапот за управувањето со ризик мора да биде во согласност со стилот на инвестирање кој го применува хеџ фондот и неговиот менаџерски тим. исклучително формализиран и ригиден систем на управување со ризикот не е од помош доколку организацијата е структурирана неформално. За време

на процесот на управување со ризикот, неопходно е да се почитуваат пропишаните правила и да се исправаат отстапувањата кога истите ќе се воочат.

Специфичноста на хеџ фондовите бара и специфични техники за управување со ризикот. Мора да се има предвид дека фондовите имаат сложена изложеност (кон акциите, обврзниците, валутите) и дека нивните портфолија не мораат да бидат диверзификувани, па несистематската компонента на ризикот не смее да се занемари.

Процесот на управување со ризикот во рамките на хеџ фондовите мора да биде транспарентен за инвеститорите. Меѓутоа, многу менаџери не сакаат да ги обелоденат информациите за позициите на фондот, па инвеститорите немаат многу извори од кои би можеле да извлечат заклучоци за нивото на ризик со кој фондот работи. Транспарентноста по прашањето за управување со ризикот се однесува на степенот на објавените информации за стандардниот сет на ризик кој може да им обезбедат на инвеститорите увид во ризичноста на хеџ фондот.

Транспарентноста по прашањето за управување со ризикот се однесува на степенот на објавени информации за стандардниот сет на ризик кој може да им обезбеди на инвеститорите увид во ризично набљудуваниот хеџ фонд. Стандардизацијата е клучна, па можат да се агрегираат ризиците во рамките на инвеститорското портфолио.

8.2.2. Хеџ фондовите како генератори на ризикот на финансиските пазари

Иако многу академци, професионални инвеститори и регулатори се сложуваат дека хеџ фондовите позитивно допринесуваат за економијата во целина, има и такви кои мислат сосема спротивно. Првите, како аргумент го наведуваат тоа дека хеџ фондовите ги ублажуваат трендовите за пад на

цените, превземаат ризици кои другите несакаат да ги превземат, обезбедуваат ликвидност на хартиите од вредност и ја исправаат неефикасноста на пазарите. Сепак, постојат и оние кои сметаат дека хеџ фондовите со своето деловно работење предизвикуваат зголемување на систематскиот ризик. При управувањето и контролирањето на систематскиот ризик, неопходно е да се проценат факторите на ризик кои со се исложени различните стратегии на хеџ фондовите. Добрите перформанси на хеџ фондовите донесуваат повеќе работа за примерните брокери, додека лошите перформанси не се добри за ниту една страна.

Во последно време институционалните инвеститори повеќе се заинтересирани за вложување во хеџ фондовите, поттикнати од се поголемите приноси на оние кои нудат, но и од падот на пазарот на акции и од зголемувањето на обврските на пензиските фондови. Вложувајќи во хеџ фондовите, банкарскиот сектор станал изложен на ризиците кои ги следат хеџ фондовите. Тие ризици кај хеџ фондовите биле значително посложени за разлика од ризиците кои ги погодуваат традиционалните класи на активата. Покрај тоа, стратегиите кои ги применуваат хеџ фондовите, нивната динамичност и влијанието на тековите на средствата на левериџот и перформансите, влијаеле на тоа дека моделите за управување со ризикот, како и инвеститорите, мораат да бидат софистицирани. Имајќи го предвид наведеното, банкарските регулатори станувале сè повеќе загрижени дека хеџ фондовите можат да ги изложат финансиските институции на различни ризици.⁶⁸

Хеџ фондовите може да станат дел од маханизмите за трансмисија на систематскиот ризик имајќи предвид дека позајмуваат средства и тргуваат со регулираните финансиски институции, како што се примарните брокери и инвестиционите банки. Големите загуби на еден или повеќе хеџ фондови можат да доведат до финансиски пореметувања кај другата страна со која

⁶⁸ Lakic S., 2009, Institucije nove finansiski arhitecture: hedz fondovi, Monitoring Journal of Economics, Niksic: EVO Elit - Ekonomska laboratorija za istrazivane tranzicije, pp. 95

фондот соработува. Ова понатаму може да предизвика опасен domino ефект. Таквите ланчани ситуации се сметаат за систематски ризик.

При позајмувањето од примарните брокери или инвестиционите банки, менаџерите на хеџ фондовите како колатерал го пружаат капиталот на фондот. Како заемодавачи на хеџ фондовите, овие финансиски посредници држат еквивалентно сениорско побарување кон фондот. Имајќи го тоа предвид, може да се каже дека се изложени на ризик од лошо деловно работење и лоша примена на стратегиите на хеџ фондот кој го финансирале. Кога промените во пазарните цени ќе ја намалат пазарната вредност на колатералот, кредитот брзо се повлекува, па последичната принудна ликвидација на големите позиции за време на краток временски период може да доведе до паника на финансиските пазари.

Зголемениот степен на транспарентност и појавата на се подобри алатки за управување со ризикот би требало да го држат систематскиот ризик под контрола. За да се намали кредитниот ризик на кој се изложени брокерите и инвестиционите банки, а кои потекнуваат од хеџ фондовите, се овозможува заштита од зголемено изложување во форма на обезбедување на финансирање преку дилери или преку дериватен договор. Во процесот на управување со ризикот контра-страните ја применуваат праксата на ставање на средствата на кредитна сметка, како и употреба на колатералот. Управувањето со овј ризик во вид на регулирање на хеџ фондовите, се смета за несоодветен, имајќи предвид дека ја намалува користа од влијанието на хеџ фондовите на пазарната ликвидност и процесот на одредување на цената на инструментите на пазарот.

Иако денес банкарските паники кои се предизвикуваат од систематскиот ризик скоро и да не постојат, благодареејќи на системот за обезбедување на депозити и други политики на централните банки, изложеноста на систематскиот ризик добива поинакви форми.

8.2.3. Резултати од вложувањето на хеџ фондовите

Пред проблемите кои го зафатија LTCM (*Long Term Capital Management*),, многу аналитичари кои се занимаваат со хеџ фондовите сметале дека овие хеџ фондови се премногу мали за да имаат значително влијание на пазарот. Растот на хеџ фондовите во последните години го доведува до прашање таквото размислување, знаејќи дека дошло до промени на профилот на односот ризик и приход на многу финансиски институции. Односот на ризикот и приходот кој е карактеристичен за хеџ фондовите значително се разликува од тој однос кај традиционалните инвестиции, па таквите разлики може да имаат значително влијание на ниво на систематскиот ризик.

За време на кризата која започнала во 2007 година, хеџ фондовите немале значителна улога, бидејќи инвестирале само 5% од своите активи во хартии обезбедни со хипотека. Меѓутоа, во 2008 година допринеле за волатилност на пазарот со своите продажби на кратко и со масовните продажби на акциите при намалување на левериџот и отплатата. Како резултат на тоа, во април 2009 година, министрите за финансии на G20 ги објавиле предпозите за прошито надгледување на сите финансиски институции кои се важни за глобалната финансиска стабилност, вклучувајќи ги и големите хеџ фондови.⁶⁹

За да се разбере колкаво влијание на економијата во последниот период имале хеџ фондовите, ќе биде укажано на ефектите кои предизвикале крах на хеџ фондот LTCM (*Long Term Capital Management*) на целокупната економија.

LTCM (*Long Term Capital Management*) е оформен на почетокот на 1994 година со акциски капитал од 13 милијарди долари. Неговите провизии биле годишно пресметани 2% од средствата и 25% од новите профити. Од 1994 до 1997 година, LTCM им вратиле на своите инвеститори после провизијата

⁶⁹ Lakic S., 2009, Institucije nove finansiski arhitekture: hedz fondovi, Monitoring Journal of Economics, Niksic: EVO Elit - Ekonomska laboratorija za istrazivane tranzicije, pp. 95

одреден годишен процент. До крајот на 1997 година акцискиот капитал пораснал на 7 милијарди. Тогаш, фондот вратил 2,7 милијарди долари на своите инвеститори од намалените инвеститорски можности, оставјќи акциски капитал од околу 4,8 милијарди долари на почетокот на 1998 година.

Во август 1998 година во Русија девалвирала рубљата и објавила долг од 13,5 милијарди долари. Дериватните договори помеѓу приватните учесници главно вклучувале клаузула која на страните од договорот им дозволува да го поништат договорот кога ќе се случат настани кои имаат превземачки ефект на пазарот и оневозможуваат спроведување на нови договори без енормни загуби на страните од договорот. Руските банки и брокерските фирми, очигледно ја искористиле оваа клаузула и одбиле да ги испочитуваат дериватните договори, кои ги продале на клиентите кои сакале да се заштитат од валутниот ризик на нивните позиции на долгот во руските обврзници.

Инвеститорите секаде се обиделе да се ослободат од високоризичните и неликвидните хартии, и да ги заменат со нискоризични и ликвидни хартии. Во септември приходите на долг на младите пазари пораснале до 17,05 процентни поени над приходот на споредливите обврзници на САД, над 6 процентни поени во јули и 3,3 процентни поени во октомври.

Ова силно ширење на приходите предизвикано од паниката поради ликвидноста и репутацијата било сосема спротивно од тоа што сметале во LTCM. До средината на септември 1998 година, акцискиот капитал на LTCM паднал на 600 милиони долари, со загуба на повеќе од 4 милијарди долари. Новостите дека LTCM и останатите хеџ фондови во проблемите поради значителното сметање на намалувањето на процентот на приход го запалиле алармот на широкиот финансиски систем.

Покрај неприликите, во мај и јуни 1998 година, надолните движења на пазарот за хипотекарни хартии од вредност, довеле до 16% загуба на капиталот на LTCM, кој тогаш паднал од 4,7 милијарди долари, на 4,0

милијарди долари зголемувајќи го левериџот од 28 на 31. Проблемите во Русија довеле кредитите маргини, премијата за ризикот и ликвидносните маргини нагло да пораснат, берзата паѓа, а LTCM губи 550 милиони долари во август 1998 година. До август, фондот загубил 53% од вредноста. Со средствата од 126 милиони, левериџ рационот се зголемило од 28 на 55 спрема 1. Загубите на портфолиото се забрзувале.

LTCM во септември истата година загубиле дополнителни 550 милиони долари, главно поради зголемувањето на волатилноста на пазарите за акциски капитал. До крајот на септември, вредноста на LTCM паднала на само 400 милиони долари, при загуба од 83%. Инвеститорите загубила големи 92% од своите дотогашни инвестиции во годината.

Имено, LTCM пропаднале поради неможноста да мерат, контролираат и да управуваат со своите ризици, што во добар дел било резултат на фактот дека тргувањата на LTCM биле главно недиверзификувани.

Еден подетален поглед на случајот LTCM е дека стратегијата е фундаментално силна и дека настаните од 1998 година била во толкава мера невообичаени што е невозможно да бидат прогнозирани. Друг поглед покажува дека овие стратегии се дизајнирани така за да донесат голема загуба.

Една од лекциите од дебаклот на LTCM е дека ликвидноста може мнгу брзо да ја снеса за време на периодот на притисок на пазарот, посебно кога ќе фондовите и сличните активности кај некои финансиски институции кои го акумулираат значењето и/или концентрираните позиции. За да би управувале со ризикот на ликвидност, поголемиот дел на фондови, настијуваат да ги лимитираат концентрациите со специфичните инструменти и имаат експлицитни (обично тешки) излезни стратегии како подготовка за можни крахирања на пазарот.

LTCM (*Long Term Capital Management*), бил толку голем, што Федералните резерви без преседан превземале чекори со кои би го олесниле спасувањето

на приватниот хеџ фонд. До почетокот на септември 1998 година, LTCM ги известил Федералните резерви за своите престојни потешкотии. За време во следните две недели, претставниците на Федералните резерви организирале состаноци со кредиторите на фондот и се сретнале со партнерите на LTCM. На 21 септември претседателот на Федералните резерви ги известил на состанокот многуте извршни директори на фирмите кои позајмувале пари од LTCM (*Long Term Capital Management*), дека системскиот ризик кој води кон неизвршување е реална опасност.

Понатаму, следниот ден, конзорциумот од директори го одобрил дополнителниот капитал од 3.625 милијарди долари во замена на 90% од преостанатиот акциски капитал на LTCM (*Long Term Capital Management*),. Потпомогнат од опоравените финансиски пазари, портфолиото било на 13% добивка до декември 1998 година. До крајот на 1999 година, сите пари биле исплатени на инвеститорите, додека основачот на LTCM (*Long Term Capital Management*), John W. Meriwether, започнал со формирање на нов хеџ фонд.

Официјалните лица на Федералните резерви сметале дека загубите од поединечниот хеџ фонд би можеле да ги дестабилизираат глобалните финансиски пазари. Причината е ставот на Федералните резерви дека финансиските пазари веќе биле во лоша состојба, што било очигледно и вознемирувачко, а таквата состојба ги зголемила ризиците. Второто објаснување е дека LTCM (*Long Term Capital Management*), бил вклучен во дериватни договори (големи позиции) па било многу важно да се избегне формалното неизвршување на LTCM (*Long Term Capital Management*), или на формалните процедури на банкрот.

Акциите на Федералните резерви биле насочени кон спречување на комплетната ликвидација на позициите на LTCM (*Long Term Capital Management*), со спасување на фондот пред извршувањето на било која од неговите обврски. Ако кредиторите го довеле LTCM (*Long Term Capital Management*), во позиција на формално банкротство, истите не би можеле да ја запрат комплетната ликвидација.

При такво сценарио, крахот на LTCM (*Long Term Capital Management*), можел директно да ја загрози солвентноста на некои од главните банки и брокерски куќи. Дури и кога би можела да се избегне терминската несолвентност, Федералните резерви би стравувале дека резултатот и понатаму би можел да биде кредитна криза, која би можела да ја загрози економијата на САД.

Пред да се случат проблемите, многу аналитичари кои се занимавале со хеџ фондовите сметале дека овие фондови се сеуште мали за да би имале значително влијание на пазарот. Растот на хеџ фондовите во последните години, го доведува во прашање таквото размислување, имајќи предвид дека дошло до промена на профилот на односот на ризикот и приходот на многу финансиски институции. Односот на ризикот и приходот кој што е карактеристичен за хеџ фондовите значително се разликува од тој однос кај традиционалните инвестиции, па таквите разлики може да имаат значително влијание на нивото на систематскиот ризик.

Сепак, случајот на LTCM (*Long Term Capital Management*), поитивно делувал на пазарот и на инвеститорите. Финансиските институции кои деловно соработувале со хеџ фондовите станале многу повнимателни, и биле потребни повеќе информации и биле заострувани кредитните услови (посебно за институциите со висок левериџ). Самите хеџ фондови го намалиле нивото на левериџ, прифатиле дека овозможуваат повеќе информации и издвојувале повеќе средства за развој на системите за управување со ризикот и изработка на плановите во случај на криза на ликвидноста.

Заклучни согледувања

Врз основа на предходно изнесеното во магистерскиот труд, односно од изнесената компаративна анализа на фондовите за ризичен капитал и не хеџ фондовите, би можеле да се изведат следните заклучоци:

- ✓ Не постои јасна линија помеѓу фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите. Хеџ фондовите се доста полабаво регулирани во однос на другите видови на инвестициони фондови;
- ✓ Ограничената одговорност која ги карактеризира хеџ фондовите не е специфична само за нив, па неможе да се земе како една од карактеристиките за разликување и полесно препознавање на хеџ фондовите. Хеџ фондовите не се оданочуваат на ист начин како и корпорациите. Сите приходи, трошоци, добивки и загуби се трансферираат кај инвеститорите. Сепак ова не е карактеристично само за хеџ фондовите, бидејќи и многу други видови на инвестициони компании вршат трансфер на данокот на овој начин;
- ✓ Од аспект на организацијата и на правната структура, фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите се слични. Фондовите за ризичен капитал се организираат во форма на командно друштво или друштво со ограничена одговорност (ако се лоцирани во САД) или како корпорации (ако седиштето им е во некоја од земјите со даночни олеснувања). Овој начин на организираност овозможува оданочувањето да не се врши на ниво на фондот, туку да се пренесува на инвеститорите, па се оданочува само нивниот приход;
- ✓ Структурата на надоместок кај овие два видови на фондови е исто така слична. И двата фонда го наплаќаат и поттикнувањето и надоместокот за управување. Разликата е во тоа што фондовите за ризичен капитал

не го наплаќаат поттикнувањето на надоместок се додека индивидуалните инвестиции не се ликвидираат;

- ✓ Фондовите за ризичан капитал можат да позајмат средства за купување на актива преку вредноста на сопствениот капитал. Сепак, левериџот на овие фондови е помал од левериџот на хеџ фондовите со најголем износ на левериџ. За разлика од хеџ фондовите кои се во потрага по приноси кои се некорелирани со приносите на акциите и обврзниците, фондовите за ризичен капитал имаат висока корелација со пазарните приноси;
- ✓ Фондовите за ризичен капитал не обезбедуваат завидно ниво на ликвидност за своите инвеститори. Тие обично не ги повлекуваат своите инвестиции додека активата не се ликвидира, со што би се избегнале ситуациите да мораат да ја бранат вредноста на нето активата усогласена со пазарот.

Фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите, без никаков сомнеж, во иднина ќе имаат значителна улога на финансиските пазари. Иако од самите почетоци на своето работење биле критикувани и прогласувани за виновници за многу кризи и пазарни крахови, неможе да се занемари нивното зајакнување и се поголемото присуство на финансиските пазари. Успеале да ги преживеат сите кризни периоди, излегувајќи од нив со енормни износи на остварен профит.

Мислењата за фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите се и понатаму спротивни. Едни сметаат дека овие фондови се нешто најдобро што можело да се појави на финансиските пазари. Наспроти нив се оние кои ги гледаат како исклучително опасни за стабилноста на целиот финансиски систем, сметајќи дека голем број од нив ќе пропаднат во блиска иднина. На инвеститорите пред кои се предочуваат овие спротивставени мислења, остануваат во двоумење за тоа која група на аналитичари е во право и дали

е паметно да се вложат пари во овие фондови. Како и во поголемиот број на случаи, вистинската состојба е некаде помеѓу двата наведени екстреми.

Инвеститорите не би требало слепо да веруваат дека фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите се нешто што ќе им обезбедни висок прилив на средства и редуцирање на ризикот. Добрите историски перформанси на овие фондови, инвеститорите не би требало да ги гледаат како гаранција за идните добри перформанси. Она што би требало да го сторат е да спроведат детална анализа на работењето на фондовите, имајќи ги предвид сите негови карактеристики, како и стратегии кои ги применува. Оваа анализа на фондовите од страна на инвеститорите станува неопходна на современите финансиски пазари, знаејќи дека овие фондови станале дел од тие пазари.

Фондовите за ризичен капитал, во земјите од Источна Европа, земјите во транзиција, својте почетоци ги бележат во раните транзициски години во 90-тите години на XX век. Целта на креирањето на фондовите со ризичен капитал била реструктурирањето и приватизацијата на државните претпријатија. Овие фондови во голем дел беа/се потпомогнати од државните влади кои заради големото учество се јавуваат многу често на самите почетоци како сопственици на поголеми пакети на сопственост, кои во втората фаза ги продаваат на приватните инвеститори. Со овие продажби на владините пакети всушност државата/владите во целост се повлекуваат од овие фондови со што тие прераснаа во приватни официјални ризични фондови. Со оваа трансформација овие фондови фактички стануваат идентични со ризичните фондови од развиените финансиски пазари. Средствата ги акумулираат од пензиските фондови, од финансиските институции и од богатите поединци, а менаџирањето им го препуштаат на компаниите на ризичен капитал која дејствуваа како генерален партнер. Но, за жал развојот на фондовите со ризичен капитал и на хеџ фондовите сеуште е во стагнација и претставува еден вид на табу тема на нашите простори.

Причините кои доминантно влијаеле на тоа се неразвиеноста на регионалните економии, отсуство на целното спроведување на политиките

на финансирање со ризичен капитал, зависноста на регионалните компании од другите извори на финансирање, првенствено со банкарските кредити, како и неразвиената култура на акционерство, мал број на локални инвеститори, неефикасен судски систем и несоодевтна заштита на сопственичките права, несоодеветн даночен систем, бирократија, корупција, и сл.

Неразвиеноста на финансискиот систем, особено на берзата, влијае неповолно врз развојот на инвестиционата клима, а со самото тоа неповолно влијае на понатамошниот развој на овие два фонда. Од аспект на инвеститорите не постојат услови за креирање на диверзификувани портфолиа од една страна но од друга страна не постои можност за водење на активна стратегија за инвестирање.

Ликвидноста односно излезните стратегии за фондовите за ризичниот капитал се сведуваат на иницијална јавна понуда, трговска продажба на компанијата, продажба на уделот на друга компанија. Додека пак истата таа не развиеност на берзата влијае и на понатамошниот развој на хец фондовите бидејки на пазарот нема доволно хартии од вредност со кои се тргува, со само тоа хец фондовите немаат голем простор за избор со што овие фондови би тргувале на крток рок а што би им донело висок принос.

Она што со сигурност може да се потврди е дека фондовите за ризичен капитал и хец фондовите во иднина ќе направат одредени промени во своето работење. Се очекува дека фондовите ќе пораснат, дека ќе нудат поголем број на услуги на своите инвеститори, што ќе ја интензивира конкуренцијата во индустријата. Некои аналитичари, овие фондови ги гледаат како идни инвестициони фондови. Може да се каже дека за ова тврдење е сеуште рано. Сепак, она што е неминовно и оди во прилог на ова гледање на фондовите за ризичен капитал и хец фондовите, е дека тие се во фаза на брз раст и дека во иднина ќе имаат значителна улога на пазарот. Се погелемиот прилив на директни и индиректни странски инвестиции, како и поголемиот број на емитувани хартии од вредност од државата, но и од странските инвеститори

се очекува дека ќе го придвижат македонскиот финасиски пазар со што ќе заживеат и ќе го зголемат учеството на овие два фонда на македонскиот пазар.

Поради сите предности на овие фондови кои беа презентирани во трудот, потребно е да се делува во насока за нивен развој на нашите простори. Со тоа неминовно би бил поттикнат растот и развојот на целата економија и сите поврзани дејности. За нашите простори би била најдобра имплементацијата на европската и светската пракса во создавањето на услови и поттикнување на развојот на инвестициите во фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите. Тоа би било генератор на развојот, кој би создал потполно нов деловен амбиент донесувајќи нови работни места, менаџерски искуства, стратешко и оперативно знаење, повисоки стандарди поврзани за контрола на буџетот и финансиите и помош при иницијална јавна понуда. Тоа може да овозможи на компаниите успешно котирање на берзата, со што вкупно би се зголемил просторот за развој на пазарите и напредок на земјите.

Со зголемувањето/ растот на финансиските пазари ќе јакнат и растат и фондовите. Ова го докажуваат растот и развојот на пазарите и фондовите од развиените финансиски пазари. Овој пак раст и развој на финансиските пазари и институции води кон раст и развој на економиите, а гледано пошироко и под дејство на денешните збиднувања, води и до целосна глобализација на пазарот во еден.

Но во наши услови и рамки од голема важност е да се стимулира развојот на малите и средни претпријатија и големиот број на иновации кои потекнуваат токму од овој сектор. Но за вакво заживување на овој сектор на развиените финансиски пазари помагаат токму инвестициските фондови. Во наши услови бидејќи тоа е скоро невозможно потребни се големи стимулации за придвижување на овој сектор од државата.

Доколку се погледнат Извештајот за финансиската стабилност во Република Македонија во 2014 година⁷⁰ и Извештајот за финансиската стабилност во Република Македонија во 2013 година ⁷¹, од народна банка на република Македонија може да се примети континуиран пораст на бројот на инвестициски фондови од година во година, но и пораст на вкупните средства со кои располагаат инвестициските фондови во периодот 201-2014 (332 милиони денари 2012, а во 2014 година изнесувале 1.950 милиони денари).

Хеџ фондовите, без никаков сомнеж, во иднина ќе имаат значителна улога на финансиските пазари. Иако од самите почетоци на своето работење биле критикувани и прогласувани за виновници за многу кризи и пазарни крахови, не може да се занемари нивното зајакнување и се поголемото присуство на развиените финансиски пазари. Успеале да ги преживеат сите кризни периоди, излегувајќи од нив со енормни износи на остварен профит.

Инвеститорите не би требало слепо да веруваат дека хеџ фондовите се нешто што ќе им обезбедни висок прилив на средства и редуцирање на ризикот. Добрите историски перформанси на овие фондови, инвеститорите не би требало да ги гледаат како гаранција за идните добри перформанси. Она што би требало да го сторат е да спроведат детална анализа на работењето на фондовите, имајќи ги предвид сите негови карактеристики, како и стратегии кои ги применуваат.

Она што со сигурност може да се потврди е дека хеџ фондовите во иднина ќе направат одредени промени во своето работење. Се очекува дека фондовите ќе пораснат, дека ќе нудат поголем број на услуги на своите инвеститори, што ќе ја интензивира конкуренцијата во индустријата. Некои аналитичари, овие фондови ги гледаат како идни инвестициони фондови. Може да се каже дека за ова тврдење е сеуште рано. Сепак, она што е

⁷⁰ http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Regulativa_FSR_2014_1.pdf, стр.77

⁷¹ http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/_FSR_2013_MKD.pdf стр.73

неминовно и оди во прилог на ова гледање на хеџ фондовите, е дека тие се во фаза на брз раст и дека во идина ќе имаат значителна улога на пазарот.

За нашите простори би била најдобра имплементацијата на европската и светската пракса во создавањето на услови и поттикнување на развојот на инвестициите во фондовите за ризичен капитал и хеџ фондовите. Тоа би било генератор на развојот, кој би создал потполно нов деловен амбиент донесувајќи нови работни места, менаџерски искуства, стратешко и оперативно знаење, повисоки стандарди поврзани за контрола на буџетот и финансиите и помош при иницијална јавна понуда. Тоа може да овозможи на компаниите успешно котирање на берзата, со што вкупно би се зголемил просторот за развој на пазарите и напредок на земјите..

Користена литература

1. Agarwa V., Naik N. (2005) : *Hedge Funds*, Now Publishers, Inc.;
2. Borla S., Masetti D., (2003), *Hedge funds: a resource for investors*, John Wiley & Sons, Inc.;
3. Cumming D., (2010), *Venture Capital- Investment Strategies, Structures and Policies*, John Wiley & Sons, Ltd.;
4. Eric D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, drugo izdanje, Cigoje štampa, Beograd;
5. Edwards F. (2006): *Hedge Funds and Investor Protection Regulation*, Economic Review, Atlanta, Federal Reserve Bank of Atlanta;
6. Hull J. (2010) : *Risk Management and Financial Institutions*, Boston, Pearson Education, Inc.;
7. Lavinio, S., (2000), *The hedge fund handbook: a definitive guide for analyzing and evaluating alternative investments*, McGraw-Hill Professional;
8. Lhabitant F.S. (2006): *Handbook of Hedge Funds*, Chichester, John Wiley & Sons, Inc.;
9. Metrick A. (2007), *Venture Capital and Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Ltd., New York;
10. McCrary S. (2002): *Hedge Funds Course*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.;

11. McCrary S. (2004): *How to create and manage a hedge fund: a Professional's Guide*, New Jersey, John Wiley & Sons;
12. Pearce R., Barnes S. (2006), *Raising Venture Capital*, John Wiley & Sons, Ltd;
13. Wong A., Bhatia M., Freeman Z. (2009), *Angel finance- the other venture capital*, John Wiley & Sons, Ltd, Hoboken.
14. Bi Junna, Guo Junyi: Hedging Unit-linked Life Insurance Contracts in a Financial Market Driven by Shot-noise Processes, School of Mathematical Sciences, Nankai University, People's Republic of China: 18.9.2009;
15. Cvitanic Jakša, Zapatero Fernando: Introduction to the Economics and Mathematics of Financial Markets, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England: 2004;
16. Föllmer Hans, Schweizer Martin: The Minimal Martingale Measure, Humboldt Universität zu Berlin, Germany, ETH Zürich, Switzerland: 20.5.2010;
17. Kurz Annette: Pricing of Equity-linked Life Insurance Policies with an Asset Value Guarantee and Periodic Premiums, University of Mannheim, Germany;
18. Lin X. Sheldon: Introductory Stochastic Analysis for Finance and Insurance, University of Toronto Department of Statistics: 2006;
19. Møller Thomas: Risk-minimizing Hedging Strategies for Unit-Linked Life Insurance Contracts, Laboratory of Actuarial Mathematics, University of Copenhagen: 1998;
20. Schmidt Thorsten, Stute Winfried: Shot-noise Processes and the Minimal Martingale measure, Department of Mathematics, University of Leipzig, Germany: 24.3.2007;

21. Schrager David F., Pelsser Antoon A.J.: Pricing Rate of Return Guarantees in Regular Premium Unit-linked Insurance, The Netherlands Department of Quantitative Economics; University of Amsterdam: 13.7.2004;
22. Shreve Steven E.: Stochastic Calculus and Finance: 6.10.1997;
23. Schweizer Martin: Option Hedging for Semimartingales, Universitat Bonn Institut fur Angewandte Mathematik, West Germany: 1993;
24. Vellekoop M.H., Kamp A.A. Vd, Post B.A.: Pricing and Hedging Guaranteed Returns on Mix Funds, The Netherlands: 23.12.2005.
25. Bank for International Settlements. 2000. *Quarterly Review* (November): 61-71.
26. Borla, Simone, and Denis Masetti. 2003. *Hedge Funds – A Resource for Investors*. Chicester: John Wiley & Sons, Inc.
27. Brown, Stephen J, William N. Goetzmann, and James Park. 1998. "Hedge Funds and the Asian Currency Crises of 1997". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (February).
28. Brown, Stephen J., and William N. Goetzmann. 2001. "Hedge Funds With Style". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (March).
29. Brown, Stephen J., William N. Goetzmann, and Bing Lang. 2003. "Fees on Fees in Funds of Funds". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (January).
30. Chan, Nicholas, Mila Getmansky, Shane M. Haas, and Andrew W. Lo. 2005. "Systemic Risk and Hedge Fund". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (March).

31. Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti, and Nouriel Roubini. 2001. "The Role of Large Players in Currency Crises". Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* (April).
32. Edwards, Franklin R. 1999. "Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management". *Journal of Economic Perspectives* No. 2 (Spring 1999): 189-210.
33. Eichengreen, Barry, and Donald Mathieson. 1999. "Hedge Funds: What Do We Really Know? ". Washington D. C: International Monetary Fund. *Economic Issues* No. 19 (September).
34. Fothergill, Martin, and Carolyn Coke. 2000. "Funds of Hedge Funds – An Introduction to Multi-manager Funds". Deutsche Bank. *Europe Alternative Investments* (August).
35. Fung, William, and David A. Hsieh. 2001. "The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers". *The Review of Financial Studies* No. 2 (Summer): 313-341.
36. Fung, William, and David A. Hsieh. 2004. "Hedge Funds Benchmarks: A Risk-Based Approach". CFA Institute. *Financial Analysts Journal* No. 5 (September/October): 65-80.
37. International Monetary Fund. 2004/5. "Global Financial Stability Reports". Washington, DC: IMF (September/April).
38. Jorion, Philippe. 2000. "Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management". *European Financial Management* 6 (September): 277-300.
39. Lavinio, Stefano. 2000. *The Hedge Fund Handbook*. New York, San Francisco, Washington, D. C: McGraw-Hill
40. Reserve Bank of Australia. 1999. "The Impact of Hedge Funds On Financial Markets". Sydney: RBA. *Occasional Paper*. June.

41. Трајкоски Б., Трајкоска Г., "Управување со обртни средства", Прилеп 1999;
42. Трајкоски Б., "Деловни финансии со финансиски менаџмент", Прилеп 1997;
43. Зографски Е., Блажеска Е., Мршиќ Ј., Поповски З., Ќупев М., Штеријев И., "Берзански прирачник", Скопје 1998;
44. Д-р Методија Несторовски, Инвестициона одлука – Економски факултет - Скопје 1996;
45. Д-р Методија Несторовски, "Економија на инвестициите", Економски факултет - Скопје 2000;
46. Проспект на отворениот Инвестиционен фонд Алфа Емергинг Загреб, Загреб 4.8.2006;
47. Закон за Инвестициони фондови, Службен весник на РМ бр. 9/2000 од 10.02.2000;
48. http://www.fisherin.com/content.php?id=33&parent_id=15&title
49. <http://www.fondovi.hr/>
50. <http://www.fondovi.hr/edukacija/>
51. <http://investicijski-fondovi.com/index.htm>
52. <http://www.kamatica.com/investicioni-fondovi-u-srbiji#vrste>
53. http://www.investicioni-fondovi.com/investicioni_fondovi.html
54. <http://www.duifnimako.com/>